



PERSPECTIVES
SÉCULAIRES

JUIN 2024

Des taux obligataires avantageux

Le choc inflationniste post-pandémique et le cycle de hausse des taux ont produit un réajustement générationnel à la hausse des yields obligataires, créant une perspective pluriannuelle attrayante pour le revenu fixe à mesure que l'inflation recule et que les risques augmentent dans d'autres marchés.



RÉDIGÉ PAR :**Richard Clarida**

Global Economic Advisor

Andrew BallsChief Investment Officer
Global Fixed Income**Dan Ivascyn**

Group Chief Investment Officer

L'économie mondiale continue de récupérer des chocs d'après pandémie, notamment des perturbations entourant le commerce international, des mesures monétaires et budgétaires démesurées, d'une hausse prolongée de l'inflation et des épisodes de forte volatilité sur les marchés financiers. Lors du forum séculaire 2024 de PIMCO, nous avons analysé dans quelle mesure ces perturbations ont des incidences positives inattendues, tout en créant des risques à long terme.

Parmi les bonnes nouvelles, notons que la désinflation s'est matérialisée plus rapidement qu'anticipé dans la plupart des économies développées. De surcroît, les risques inflationnistes et macro-économiques paraissent plus équilibrés que lors de notre précédent forum séculaire, il y a un an. Les banques centrales semblent en outre décidées à amorcer une séquence de baisse de taux d'intérêt, mais apparemment chacune selon son propre calendrier.

Néanmoins, nous identifions trois domaines principaux où les investisseurs ont tiré profit, mais pourraient négliger des risques susceptibles de se manifester au cours de notre horizon séculaire de cinq ans :

- 1) Les importantes mesures budgétaires qui ont récemment soutenu de façon exceptionnelle la croissance américaine ont occasionné une détérioration menaçante des finances publiques que le gouvernement devra rectifier un jour ou l'autre. Entre-temps, les marchés financiers devront probablement se passer peu à peu de l'anticipation de tels mécanismes;
- 2) L'intelligence artificielle (IA) devrait rééquilibrer le marché du travail et améliorer la productivité, moyennant un impact économique significatif qui pourrait prendre plusieurs années. Des apports de capitaux massifs ont alimenté de rapides gains boursiers qui rappellent étrangement les précédentes bulles technologiques;
- 3) Les valorisations des actifs sur certains marchés n'offrent aux investisseurs que très peu de marge de sécurité, en particulier les actions, qui paraissent surévaluées, ainsi que les prêts directs de sociétés de notation moindre, qui présentent une liquidité faible et une forte exposition aux taux variables.

Le choc inflationniste du début des années 2020 et la forte hausse des taux directeurs ont produit une réinitialisation générationnelle à la hausse des *yields*, lesquels offrent maintenant une significative marge de sécurité ajustée à l'inflation. Les *yields* initiaux sont fortement corrélés aux rendements des cinq années suivantes. Par conséquent, les perspectives à long terme paraissent attrayantes pour les titres à revenu fixe au fur et à mesure que l'inflation diminue, en particulier en données ajustées au risque, relativement aux autres actifs. Les marchés obligataires mondiaux semblent regorger d'opportunités exceptionnellement attrayantes et diverses, mais une sélection active géographique et par émission demeure cruciale.

Nous estimons que ce contexte séculaire mérite une nouvelle réflexion – voire de renverser – le modèle traditionnel de répartition des portefeuilles à 60 % en actions et à 40 % en obligations.

Au fur et à mesure que les banques abandonnent certains marchés, nous entrevoyons aussi des opportunités attrayantes dans les activités de prêts basés sur des actifs, en particulier dans des secteurs liés à la consommation, étant donné la vigueur de celle-ci aux États-Unis. La désintermédiation bancaire et les besoins en capitaux pourraient créer des opportunités en titres de créance dans le secteur de l'immobilier commercial.

Nos échanges lors du forum séculaire ont analysé dans quelle mesure les États-Unis et la Chine provoquent une transition vers un ordre mondial multipolaire, qui risque de modifier la dynamique des marchés et les aspects politiques. Les dividendes de la paix dont nous avons profité dans les dernières décennies se tarissent, en raison de coûteux conflits potentiellement perturbateurs.



Conférenciers invités au forum séculaire de 2024

Tobias Adrian

Conseiller financier et directeur, Service monétaire et marchés de capitaux, Fonds monétaire international

Anima Anandkumar

Professeure Bren d'informatique et de mathématiques, Caltech

David Autor

Professeur Ford d'économie, MIT

Jason Furman

Professeur Aetna à la pratique de politique économique jointe de la Harvard Kennedy School et de la faculté d'économie de l'Université Harvard

Kevin Hassett

Membre émérite Brent R. Nicklas en économie de la Hoover Institution; ancien président des conseillers économiques de la Maison-Blanche

John H. Cochrane

Membre éminent Rose-Marie et Jack Anderson de la Hoover Institution

Carmen Reinhart

Professeur Minos A. Zombanakis en système financier international, Harvard Kennedy School

Brad Setser

Membre éminent Whitney Shepardson au Conseil des relations étrangères

Wendy R. Sherman

Ancienne sous-ministre des affaires étrangères des États-Unis

Comité consultatif mondial de PIMCO

Des experts économiques et politiques de renommée mondiale

Thème séculaire : des risques équilibrés, mais attention aux périodes fastes

Notre thèse séculaire de 2023, « [Contrecoup économique](#) » analysait les perturbations du début des années 2020 pour anticiper une nouvelle réalité durable. Constatant une volatilité macro-économique élevée et une croissance poussive, nous avons estimé que les banques centrales feraient tout leur possible pour ramener l'inflation vers les fameux 2 %.

Bien que cette thèse demeure valide, nos perspectives des cinq prochaines années doivent tenir compte d'événements importants survenus depuis ce forum de mai 2023 et de leurs conséquences. Il s'agit notamment :

- Du conflit qui a éclaté au Moyen-Orient et de la guerre qui perdure en Europe pour une troisième année;
- D'une désinflation rapide et, pour l'instant, indolore vers la barre des 2 % dans la plupart des économies développées;
- D'une divergence substantielle des tendances d'inflation et de croissance entre les États-Unis et d'autres pays développés;
- D'un doublement imprévu du déficit budgétaire américain, sur fond de chômage historiquement faible;
- D'une « Treasury tantrum » en octobre déclenchée par des inquiétudes selon lesquelles la trajectoire budgétaire insoutenable des États-Unis s'aggraverait dans les années à venir;
- D'une restructuration continue des banques dans un contexte de resserrement de la réglementation entourant les capitaux et la liquidité.

Nos analyses séculaires se basaient également sur nos dernières *perspectives cycliques*, « [Marchés divergents, portefeuilles diversifiés](#) ». En l'occurrence, les banques centrales ont pris des décisions différentes les unes des autres à l'égard d'une baisse des taux d'intérêt, la croissance économique résistant mieux aux États-Unis que dans d'autres grands pays développés. Le contexte a débouché sur un thème de « nouvelle prise de risque » sur les marchés financiers américains, sans savoir réellement s'il s'agit de tendances à court terme ou plus profondes.

LES BANQUES CENTRALES ONT CONSERVÉ UNE CERTAINE FLEXIBILITÉ...

Les brutaux ajustements cycliques d'après pandémie qui se sont propagés dans l'économie mondiale se transforment aujourd'hui en tendance séculaire plus durable aux incidences significatives. Même si nous continuons d'anticiper une croissance mondiale poussive et des cycles économiques plus instables durant notre horizon séculaire, les risques entourant ces perspectives apparaissent plus équilibrés qu'il y a un an.

Ce changement provient en partie d'un rapide retour de l'inflation dans les économies les plus avancées vers la cible de 2 %. Le resserrement musclé des politiques monétaires a effectivement jugulé le pic d'inflation, sans que les anticipations à moyen terme remontent.

Ce rééquilibrage des risques provient également de l'adoption tacite par les banques centrales d'une stratégie dorénavant de « désinflation en fonction des opportunités » pour finaliser l'atteinte de l'objectif. Dans ce contexte, les responsables politiques disposent d'une certaine marge de manœuvre pour baisser les taux d'intérêt et soutenir la croissance maintenant que les indices de prix ont reculé.

Les préoccupations que nous avons l'an dernier à propos d'une instabilité financière déclenchée par le resserrement des politiques monétaires ne se sont pas matérialisées. Les risques systémiques entourant les marchés financiers non bancaires ainsi que le système bancaire mondial paraissent maîtrisés.

Toutefois, la réglementation évolue clairement vers un resserrement des exigences de liquidité et de capitaux pour les établissements financiers. L'incapacité des banques à offrir des solutions pour consolider les bilans dans certains marchés laissera vraisemblablement les capitaux privés combler une bonne partie des besoins de financement.

Nous entrevoyons donc une opportunité de plus en plus attrayante pour les investisseurs d'offrir des prêts garantis dans des secteurs qui, encore récemment, restaient l'apanage des banques régionales, notamment les prêts à la consommation, le crédit immobilier ou le financement d'équipements. L'immobilier commercial offrira également des occasions pour des capitaux flexibles, car le recul des

banques sur ce marché exacerbe les difficultés posées par la baisse des prix des propriétés et l'arrivée à l'échéance dans les prochaines années de plus de 2 billions \$ de prêts¹.

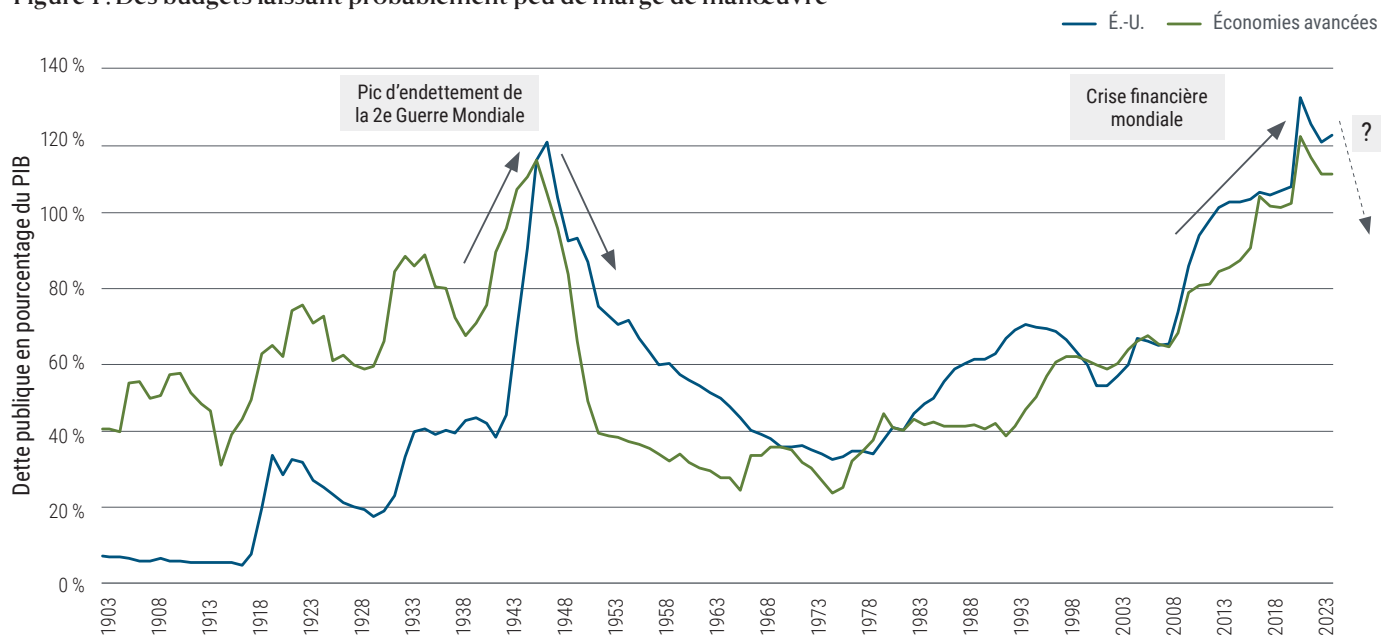
... MAIS LES FINANCES PUBLIQUES N'OFFRENT PLUS GRANDE MARGE DE MANŒUVRE

Le contexte s'est amélioré sur le plan des politiques monétaires. Cela n'est pas le cas en matière budgétaire. Cet aspect a accaparé l'attention du forum séculaire de cette année, particulièrement en ce qui concerne la dette du gouvernement fédéral américain.

La vigueur du cycle économique aux États-Unis peut représenter une tendance durable, ou s'expliquer uniquement par les généreuses mesures de soutien datant de la pandémie et par la hausse du ratio dette/PIB. Si les États-Unis devaient se lancer dans un ajustement budgétaire, une consolidation de la dette serait probablement mise en œuvre sous forme de réforme des dépenses publiques et de hausse des impôts. Même si cela paraît improbable sous l'actuelle majorité politique, ces aspects intouchables jusqu'à présent pourraient ne plus l'être.

Le volume massif des emprunts d'État relativement au PIB dans les économies les plus avancées (voir figure 1) causera vraisemblablement une accentuation des courbes des taux sur notre horizon séculaire, les investisseurs continuant d'exiger une rémunération plus élevée pour les obligations à plus long terme. On observe effectivement, notamment dans les futurs *yields* indexés à l'inflation ou dans les estimations des primes des bons du Trésor en fonction des échéances, que les marchés reflètent déjà en partie cet ajustement, avant même que les banques centrales aient commencé à abaisser leurs taux (pour en savoir plus, veuillez consulter notre article, « [Will the True Treasury Term Premium Please Stand Up?](#) »).

Figure 1 : Des budgets laissant probablement peu de marge de manœuvre



Source : Fonds monétaire international (FMI), Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff, Herbert Stein, données annuelles de PIMCO jusqu'à décembre 2023. Les « économies avancées » concernent parmi le G-20 l'Allemagne, l'Australie, le Canada, la Corée du Sud, les États-Unis, la France, l'Italie, le Japon et le Royaume-Uni depuis 2015 et toutes celles définies comme telles par le FMI jusqu'à 2023.

Les pouvoirs publics se heurteront très vraisemblablement à de nouvelles difficultés lorsqu'il s'agira d'atténuer les effets des prochains ralentissements économiques par des politiques budgétaires discrétionnaires. Dans notre scénario de référence, nous ne prévoyons pas de crise financière brutale, mais des épisodes récurrents de volatilité boursière lorsque la question budgétaire refait surface.

Malgré ces pressions des finances publiques, nous estimons que le dollar américain demeurera la devise mondiale dominante, en grande partie du fait de l'absence d'une alternative viable. Un ajustement de la dette publique américaine pourrait finir par s'imposer, mais probablement pas dans l'immédiat compte tenu des atouts des États-Unis en immigration, productivité et innovation. Le bon du Trésor américain demeure donc une valeur refuge, soutenu par le dynamisme de la première économie mondiale, car il conserve sa valeur tout en offrant une totale liquidité et la forte demande dont il bénéficie a jusqu'à présent dissipé les craintes entourant un déséquilibre à terme de la situation financière des États-Unis. En d'autres termes, la nécessité d'une réforme budgétaire s'inscrit dans un calendrier probablement super séculaire.

L'économie américaine peut encore être la « moins pire » par rapport aux autres. La Chine se trouve de son côté en proie à la récession de son secteur immobilier, au vieillissement de sa population et aux restrictions entourant les échanges internationaux. En Europe, toute stratégie de croissance exhaustive se trouve compromise par la fragmentation des politiques provoquée par un conflit à ses portes, une insécurité énergétique et une concurrence plus directe de la Chine sur les biens industriels à plus forte valeur ajoutée.

ÉVOLUTION VERS UN MONDE MULTIPOLAIRE

Le contexte géopolitique se définit de plus en plus par les tensions entre l'hyperpuissance dominante américaine et la rivalité croissante de la Chine qui, comme la Russie, nourrit des ambitions à long terme peu compatibles avec les idéaux occidentaux. Les dividendes de la paix reçus au cours des trois dernières décennies deviennent une source de conflit, qui révèle le passage vers un ordre mondial multipolaire, dans lequel la collaboration paraît limitée et d'où émergent de nouvelles puissances intermédiaires. Ces évolutions s'accompagneront probablement d'une modification des corrélations entre les marchés et d'une divergence accrue du potentiel de croissance et des politiques menées en conséquence. Les cycles d'affaires devraient par ailleurs suivre des rythmes moins synchronisés. Nous nous attendons à ce

que ces tendances sous-jacentes provoquent une plus forte volatilité des marchés financiers et une plus grande instabilité macro-économique qu'avant la pandémie.

Les risques touchant la stabilité financière ont également augmenté et pourraient poser problème si ces conflits commençaient à affecter substantiellement les flux financiers internationaux ou créaient les conditions d'une dégradation des capitaux. Nous estimons que la prime de risque pour un investissement en instruments de crédit chinois reste peu attrayante compte tenu du risque encouru.

Nous nous attendons à ce que la croissance en Chine continue de ralentir, sans pour autant s'éteindre complètement. Notons que le pays se relance dans la mondialisation. Son nouveau modèle de croissance, centré sur la production et les infrastructures, doit contrebalancer la faillite du secteur immobilier et provoque une hausse des exportations de biens industriels. Ce changement exige de réévaluer la place de la Chine dans l'économie mondiale, en particulier son incidence sur les marchés de matières premières et sur l'inflation, ainsi que dans l'ordre financier mondial.

Les grands marchés émergents (ME) ont démontré une remarquable résilience au cours de ce cycle. Le cumul habituel de facteurs propices à déclencher des crises dans ces pays – fuite de capitaux, resserrement des conditions financières ou effondrement du prix des matières premières – ne se matérialise pas actuellement et ne semble pas susceptible de se produire à l'horizon séculaire. L'endettement des pays émergents augmente, mais demeure bien plus soutenable que celui des pays développés.

Cette année, des élections majeures auront lieu dans des pays qui représentent près de 60 % du PIB mondial. Celles-ci pourraient bien influencer sur les priorités géopolitiques et économiques, d'autant plus que les partis populistes ont le vent en poupe, notamment en Europe. Nous entrevoyons un risque de consolidation des tendances propices à la fragmentation, à la multipolarité et au protectionnisme, le tout favorisant des investissements plus locaux. Des pays comme l'Inde, l'Indonésie et le Mexique pourraient en bénéficier.

En ce qui concerne plus particulièrement l'élection présidentielle américaine, nous estimons que le commerce international, le budget, l'immigration, la réglementation et l'environnement présentent le plus fort potentiel de perturbation. Le déficit budgétaire américain total devrait rester historiquement élevé, quel que soit le résultat de l'élection. Les deux partis ont par ailleurs l'intention de rester fermes à l'égard de la Chine.

LES EFFETS DE L'IA MÉRITENT NOTRE ATTENTION

L'intelligence artificielle générative pourrait bien transformer le marché de l'emploi et démocratiser l'accès à des tâches de prise de décisions, permettant ainsi à une plus large part de la population active de prendre des décisions avisées.

Toutefois, nombre d'entreprises devront surmonter des difficultés dans leur recherche d'une utilisation efficace de l'IA. Toute hausse spectaculaire de la productivité et de l'efficacité ne se reflétera pas nécessairement dans les indicateurs macro-économiques des cinq prochaines années. Effectivement, l'exploitation maximale des avantages de l'IA au niveau macro-économique requiert non seulement l'adoption de la technologie en tant que telle, mais également la reconfiguration des flux de travail et la refonte des processus de production à l'échelle microéconomique.

En conséquence, et de façon similaire au déploiement des nouvelles technologies survenu dans les dernières décennies, la hausse de la productivité pourrait rester marginale pour bien des métiers. Toutefois, on ne peut écarter des changements massifs avec un impact plus direct dans certains domaines, comme les soins de santé et la science.

Dans nos prévisions de référence, les nouveaux grands modèles de langage d'intelligence artificielle auront des effets progressifs à l'horizon séculaire, mais des perturbations restent possibles plus rapidement. La hausse spectaculaire des investissements en informatique, dans les centres de données et en technologie énergétique verte augmente la disponibilité de ces ressources pour des applications qui dépassent l'intelligence artificielle, alors que ceux effectués précisément en IA font en sorte que des avancées paraissent de plus en plus plausibles pour d'autres domaines. Des déconvenues peuvent toutefois survenir, en particulier si une mauvaise utilisation des modèles d'IA pour des activités de surveillance, de manipulation ou de sécurité restreint de façon substantielle l'innovation.

Pour l'instant, ces investissements peuvent se traduire par une disponibilité accrue à court terme des ressources. Par la suite, des gains de productivité devront se matérialiser pour générer une croissance pérenne et durable.

La demande de puces électroniques, de centres de données et de capacités génératives devrait en conséquence exploser, avec des impacts sectoriels immédiats.

DES TAUX DIRECTEURS NEUTRES QUI DEVRAIENT DEMEURER FAIBLES

Le niveau élevé des taux directeurs en ce moment provient de facteurs cycliques, en l'occurrence un pic d'inflation. Une fois les indices de prix avoisinant l'objectif des banques centrales, nous nous attendons à ce que les taux directeurs diminuent dans les pays développés, en deçà même des niveaux qui prévalaient avant la crise financière mondiale.

Aux États-Unis, nous estimons que le taux directeur neutre oscillera entre 2 % et 3 % à l'horizon séculaire (soit entre 0 % et 1 % en données réelles). De façon surprenante, les marchés reflètent actuellement des anticipations de taux neutres presque de l'ordre de 4 %. Ce contexte crée des opportunités pour les investisseurs obligataires, car les *yields* actuels tiennent déjà compte d'une certaine marge de sécurité sous forme de primes de termes, nonobstant un taux réel positif.

Nous nous attendons à ce que les bilans des banques centrales demeurent nettement supérieurs à leur niveau d'avant le début de la période d'assouplissement monétaire, malgré la contraction actuelle, du fait du resserrement quantitatif. Les banques centrales des pays développés continueront vraisemblablement de recourir à des programmes de rachat d'actifs pour soutenir le fonctionnement des marchés d'obligations d'État et de prises en pension, ainsi que pour intervenir comme prêteuses de dernier recours. C'est dans cet esprit que la Réserve fédérale des États-Unis et la Banque d'Angleterre avaient mis en œuvre des programmes de financement en 2023 et 2022 respectivement pour soutenir leur marché d'obligations d'État.

Néanmoins, il est peu probable que les banques centrales mettent en œuvre des assouplissements monétaires à durée indéterminée, sous forme de programmes de rachat d'actifs, lors des prochains ralentissements économiques. Le fardeau financier de ces importants portefeuilles de titres, dont les coûts dépassent les rendements, se révèle de plus en plus lourd.

Les mesures monétaires et budgétaires, ou les attentes de mécanismes de soutien dans l'éventualité de contractions économiques, paraissent donc moins probables aujourd'hui. Par conséquent, la capacité des pouvoirs publics de stimuler une croissance défailante et d'atténuer les chocs a diminué. Nous prévoyons une recrudescence de volatilité, car les opérations sur les marchés reposent davantage sur les données fondamentales et moins sur des anticipations de mesures publiques de soutien à l'économie.

Incidences sur les placements : le retour des titres à revenu fixe

Nos *perspectives séculaires* de 2024 s'étaient conclues par une attention renouvelée pour les marchés de titres à revenu fixe négociés publiquement, lesquels devraient générer des *yields* concurrentiels, moyennant un risque inférieur à celui d'autres catégories d'actif. Le niveau actuel des *yields* dans un contexte de stabilisation de l'inflation fait en sorte que les obligations retrouvent toute leur place dans les portefeuilles, procurant un potentiel de revenu attrayant, une atténuation des risques de perte et une stabilité, grâce à une corrélation réduite avec les actions.

De nombreux gestionnaires mettant en œuvre des répartitions de l'actif sophistiquées entre actions et obligations ont largement abandonné le modèle traditionnel 60/40. Celui-ci demeure paradoxalement la référence dans de nombreuses conversations financières. Nous estimons que la période justifie une refonte, et même un renversement, de ce concept.

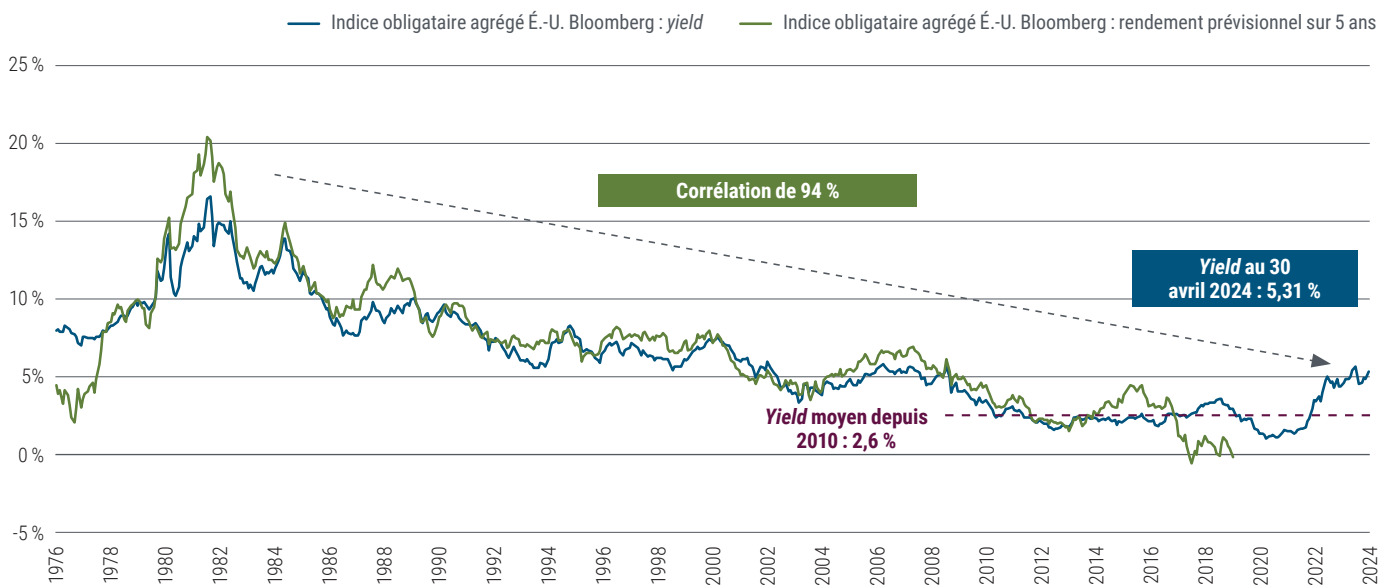
Le choc inflationniste d'après pandémie et le cycle de relèvement musclé des taux directeurs qui a suivi ont réinitialisé les *yields* obligataires substantiellement à la hausse. Les *yields* initiaux ont historiquement conditionné les rendements obligataires sur un horizon pluriannuel (voir figure 2). Les *yields* des indices agrégés américain et mondial Bloomberg (couverts en \$ US), deux représentations courantes des obligations de qualité élevée, atteignaient respectivement 5,31 % et 5,41 % le 30 avril dernier.

En se fiant à cette observation, les gestionnaires de placements actifs peuvent s'efforcer d'améliorer les *yields* de leurs investisseurs en repérant des opportunités attrayantes sur les segments de qualité élevée – notamment les titres adossés à des créances hypothécaires garantis – et ainsi établir des portefeuilles qui affichent des taux obligataires de 6 % à 7 %, sans risque significatif de taux, de crédit ou de non-liquidité.

Ainsi, un volet obligataire diversifié offre un potentiel de rendement à long terme comparable à celui des actions, moyennant un profil ajusté au risque plus favorable, en particulier dans ce contexte où les marchés boursiers paraissent surévalués (voir figure 3). Les investisseurs ne semblent pas anticiper de risque significatif de récession, de sorte que les obligations constituent un moyen peu onéreux de se couvrir contre celui-ci.



Figure 2 : Les yields initiaux ont historiquement présenté une corrélation étroite avec les rendements des cinq années suivantes.



Source : Bloomberg, PIMCO, au 30 avril 2024. **Le rendement passé ne garantit pas le rendement futur et ne s'avère pas un indicateur fiable des futurs résultats.** Les chiffres sont fournis à des fins d'illustration et n'indiquent pas le rendement passé ou futur d'un produit PIMCO. Les yields et rendements correspondent à ceux de l'indice agrégé É.-U. Bloomberg. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice non géré.

Figure 3 : Les actions paraissent onéreuses en données absolues, comparativement aux bons du Trésor américain

Au 30 avril 2024 :	Valeur	Centile
Ratio cours/bénéfices désaisonnalisé	33,38	93,50 %
Yield réel des actions (1/ratio cours-bénéfices désaisonnalisé)	3,00 %	6,50 %
Yield réel des obligations à 30 ans	2,41 %	36,60 %
Prime de risque sur les actions (Yield des actions - yield réel des obligations)	0,59 %	12,50 %

Prime de risque sur les actions



Source : Bloomberg, données sur Internet de Robert Shiller, Global Financial Data et PIMCO au 30 avril 2024. Tous les indicateurs de valeur concernent l'indice S&P 500. Le CBAC est un ratio cours/bénéfice ajusté au cycle économique. Le ratio de yield réel des actions correspond au bénéfice réel moyen des 10 dernières années divisé par le dernier cours. Le Yield réel des obligations à 30 ans correspond au yield d'un bon du Trésor américain indexé à l'inflation (TIPS) de 30 ans ajusté au yield nominal des bons du Trésor américain à 30 ans après déduction des anticipations d'inflation. La compilation des anticipations d'inflation a été obtenue par estimation de la tendance inflationniste établie par Cieslak et Povala (2015) et par les prévisions d'inflation des 30 prochaines années.

Les obligations intègrent de plus une prime de terme actuellement, qui constitue une marge de sécurité. Nous nous attendons à ce que la courbe des taux s'accroisse à mesure que les taux directs diminuent et que les primes de terme augmentent (pour obtenir plus de renseignements, veuillez lire les *perspectives de PIMCO* de février « [Back to the Future: Term Premium Poised to Rise Again, With Widespread Asset-Price Implications](#) »). À cet égard, nous avons établi une position structurelle basée sur l'accroissement de la courbe.

Après une période d'inversion plus longue que jamais, la courbe des taux américaine redevient relativement plane. Cela signifie que les investisseurs n'ont plus à prendre un significatif risque de taux d'intérêt. Nous estimons actuellement que la portion à cinq ans renferme de la valeur, mais que la partie à long terme comporte un risque de contre-performance en raison de préoccupations budgétaires. Les stratégies actives à revenu fixe devraient porter fruit en l'absence de récession durant notre horizon séculaire, et même faire très belle figure dans le cas contraire, avec une possibilité d'appréciation si les *yields* diminuent. Les titres à revenu fixe nous paraissent donc attrayants comparativement à la trésorerie.

Les marchés obligataires mondiaux présentent un intérêt particulier et renferment des opportunités diversifiées, potentiellement négligées par les investisseurs, qui permettent d'améliorer le *yield* sans significativement augmenter le risque. Les *yields* mondiaux, dans les économies développées comme émergentes, sont revenus à un niveau attrayant. Comparativement aux États-Unis, plusieurs pays présentent une certaine fragilité, mais bénéficient d'une meilleure situation budgétaire initiale, les deux aspects soutenant les obligations.

Nous nous attendons à ce que les cycles d'affaires deviennent moins synchronisés, ce qui favorisera une plus faible corrélation parmi les marchés financiers. La divergence des politiques monétaires des banques centrales et des conditions boursières d'une région à l'autre créent des opportunités exceptionnelles pour les gestionnaires de placements mondiaux actifs qui parviennent à l'exploiter dans le but d'améliorer les rendements grâce à une sélection de titres et une répartition géographique judicieuses. Les subventions visant le secteur industriel et les politiques commerciales favorables à la relocalisation, à l'interne ou dans des pays alliés, redistribueront vraisemblablement les cartes sur les plans sectoriels et géographiques, créant ainsi de nouvelles opportunités pour les investisseurs actifs.

Compte tenu de la volatilité potentielle entourant les indices de prix, les bons du Trésor américain indexés à l'inflation (TIPS), les matières premières et les actifs réels présentent des caractéristiques attrayantes pour se couvrir contre l'inflation, ainsi que des taux réels plus élevés qu'avant la pandémie.

PRIORITÉ À LA SÉLECTION DES INSTRUMENTS DE CRÉDIT ET À LA LIQUIDITÉ

Même si les écarts de crédit semblent justifiés dans l'ensemble, la sélection des émissions et des secteurs aura de plus en plus d'importance durant notre horizon séculaire. La croissance des marchés d'instruments de crédit privés et négociés publiquement devrait procurer aux investisseurs actifs un plus grand nombre d'opportunités en capitaux flexibles durant les périodes de volatilité.

De nombreuses sociétés en excellente santé financière et présentant une solide résilience génèrent des flux de trésorerie significatifs et dépendent relativement peu des financements externes. En revanche, nombre de sociétés plus fragiles ont de plus en plus besoin d'un accès constant au crédit. Plus les technologies d'IA amélioreront la productivité, plus elles risquent d'avoir un effet perturbateur à l'échelle des sociétés et des secteurs d'activité, rebattant ainsi les cartes. Historiquement, l'émergence de nouvelles technologies a souvent été suivie d'un cycle enchaînant des hauts et des bas qui génèrent à la fois de la volatilité et des opportunités attrayantes d'investissement dans le cadre d'une démarche ascendante active.

Nous nous attendons à un resserrement de la réglementation du secteur bancaire, qui devrait accentuer la désintermédiation ainsi que les flux de capitaux vers les marchés privés. Notre priorité concerne toujours les écarts de liquidité provenant des pressions exercées sur les banques pour gérer les capitaux tout en respectant des critères réglementaires. En l'occurrence, le retrait des banques créera vraisemblablement des opportunités de capitaux flexibles en titres de créance dans l'immobilier commercial, car nous nous attendons à des besoins financiers importants pour les propriétaires d'actifs devant faire face à une série d'échéances.

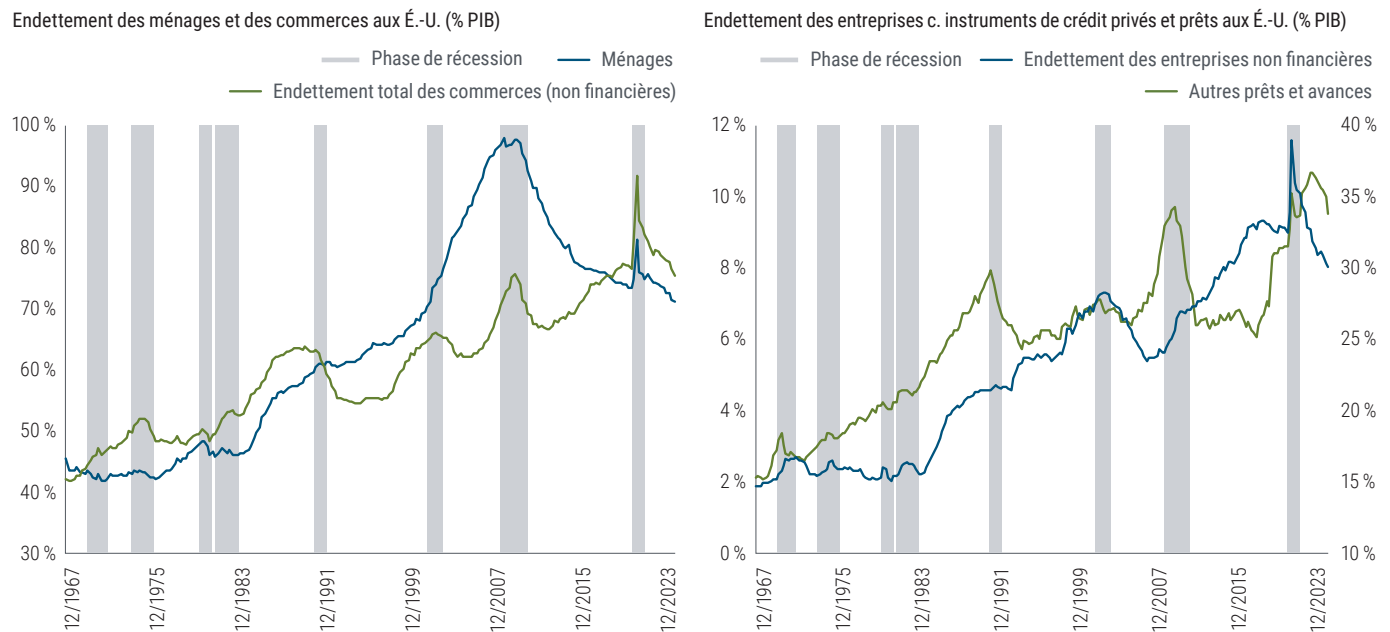
Les prêts basés sur les actifs constituent un excellent exemple d'opportunités d'investissement attrayantes et peu exploitées d'après nous. Les activités de prêts aux entreprises de taille intermédiaire semblent retrouver du lustre sur les marchés privés. Nous estimons à cet égard que certains secteurs, comme la consommation, présentent des données fondamentales à long terme exceptionnelles ainsi qu'une excellente valeur, car l'endettement des ménages américains a diminué (voir figure 4) et le marché du logement demeure en bonne santé.

Il faut mettre ces renseignements en perspective, par rapport aux capitaux qui se concentrent maintenant parmi les prêts de entreprises. Nous sommes particulièrement préoccupés par la croissance rapide des marchés privés à taux variable, car ils n'ont probablement pas été mis à l'épreuve lors des précédents cycles de défaillance. Ces conditions augmentent le risque dans des secteurs comme la technologie ainsi que pour les prêts directs concernant des sociétés fortement endettées aux notes de solvabilité faibles. Ces problèmes pourraient se matérialiser lors de notre horizon séculaire.

Compte tenu du potentiel élevé de rendement dans les segments plus liquides du marché obligataire, les investisseurs devraient s'assurer de toucher une forte rétribution, sous la forme d'un potentiel de rendement attrayant, pour accepter une plus faible liquidité, tout en exigeant des clauses favorables. Le niveau actuel

des *yields* fait en sorte que le potentiel de rendement ajusté au risque d'une large exposition au marché de titres à revenu fixe négociés publiquement, notamment par augmentation de la pondération des obligations de qualité élevée des marchés développés et émergents, se compare favorablement à celui offert par des placements moins liquides en instruments de crédit.

Figure 4 : L'endettement des ménages a diminué, alors que les prêts privés des entreprises augmentent



Source : données sur les flux de Fonds de la Réserve fédérale et Haver Analytics, calculs de PIMCO, au 31 décembre 2023. Remarque : La catégorie des autres prêts et avances des entreprises non financières sert d'indicateurs de substitution pour des placements comme le crédit privé ou les prêts bancaires.

À propos de nos forums

PIMCO est un chef de file mondial de la gestion active de titres à revenu fixe qui a une expertise approfondie des marchés négociés publiquement et des marchés privés. Nos forums séculaires et cycliques rythment notre processus d'investissement. Quatre fois par an, nos professionnels des placements du monde entier se réunissent pour échanger leurs points de vue sur les marchés et l'économie à l'échelle internationale afin de dégager les tendances qui auront à leur avis d'importantes implications sur les placements. Lors de ces conversations approfondies, nous appliquons des pratiques de sciences comportementales aux fins de maximiser la circulation des idées, remettre en cause nos hypothèses, contrer les biais de nature cognitive et générer des analyses inclusives.

Lors du Forum séculaire, qui se tient une fois par an, nous nous concentrons sur les perspectives des cinq prochaines années, afin que nos portefeuilles soient positionnés de sorte à bénéficier pleinement des évolutions et des tendances structurelles de l'économie mondiale. Estimant que la diversité des idées rehausse les résultats de placement, nous invitons des intervenants prestigieux (lauréats du prix Nobel d'économie, responsables politiques, investisseurs et historiens) qui enrichissent nos débats, grâce à leurs points de vue précieux et pluridimensionnels. Nous bénéficions également de la participation active du Conseil consultatif mondial de PIMCO, une équipe d'experts de renommée mondiale en matière économique et politique.

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

1 Selon les calculs de Newmark Research, au 12 février 2024.

Une « valeur refuge » caractérise un placement dont la valeur devrait se maintenir ou augmenter durant les périodes de volatilité boursière. Les investisseurs cherchent des valeurs refuges pour limiter leur exposition aux pertes dans l'éventualité de perturbations sur les marchés. Tous les placements comportent un risque et peuvent perdre de la valeur.

Le rendement passé ne garantit pas le rendement futur et ne s'avère pas un indicateur fiable des futurs résultats.

Investir sur le **marché obligataire** comporte certains risques, y compris des risques associés aux marchés, aux taux d'intérêt, aux émetteurs, à la solvabilité de l'émetteur, à l'inflation et à la liquidité. La valeur de la plupart des fonds et stratégies obligataires est affectée par les fluctuations des taux d'intérêt. Les obligations et stratégies obligataires ayant des durées plus longues tendent à être plus sensibles et plus volatiles que celles ayant des durées plus courtes. En général, le cours des obligations baisse lorsque les taux d'intérêt montent et le contexte actuel de taux faibles augmente ce risque. Les réductions actuelles des capacités des contreparties obligataires pourraient contribuer à diminuer la liquidité du marché et à en augmenter la volatilité. La valeur de rachat des placements en obligations peut être inférieure ou supérieure à leur valeur originale. Investir dans des **titres libellés en devises étrangères ou domiciliés à l'étranger** peut comporter des risques plus élevés en raison des fluctuations des taux de change, des risques économiques et des risques politiques, lesquels peuvent être plus importants dans les marchés émergents. Les **titres adossés à des crédits hypothécaires ou à des actifs** peuvent s'avérer sensibles aux variations de taux d'intérêt ou au risque de remboursement anticipé et, même s'ils sont généralement soutenus par un gouvernement, un organisme public, ou un garant privé, il n'y a aucune assurance que celui-ci pourra respecter ses obligations. Les titres adossés à des créances hypothécaires garantis et non garantis concernent des hypothèques émises aux États-Unis, par des organismes publics ou d'autres émetteurs respectivement. Les **titres de créance du secteur de l'immobilier commercial** comportent des risques, notamment de remboursement anticipé, de défaillance, de forclusion, de perte, de non-paiement des intérêts et d'évolution défavorable du contexte réglementaire, lesquels peuvent être aggravés dans le cas de prêts non productifs. Les **obligations indexées à l'inflation** émises par un gouvernement sont des titres à revenu fixe dont la valeur du capital est ajustée périodiquement selon le taux d'inflation. Leur valeur se déprécie lorsque les taux d'intérêt réels augmentent. Les **bons du Trésor protégés contre l'inflation (TIPS)** sont des obligations indexées à l'inflation émises par le gouvernement américain. Les **matières premières** sont exposées à des risques plus élevés, notamment des risques politiques, réglementaires, liés au marché ou aux conditions naturelles et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. La valeur des **actions** peut diminuer en raison de la conjoncture sectorielle, économique ou boursière, perçue ou réelle. Le **risque de gestion** représente la possibilité que les techniques de placement et les analyses de risques appliquées par un gestionnaire de placements actif ne produisent pas les effets escomptés et que certaines politiques ou certains événements limitent la disponibilité des instruments employés par celui-ci dans la gestion de la stratégie. La **qualité de crédit** d'un titre ou d'un groupe de titres ne garantit en rien la stabilité ou la protection du portefeuille dont ils font partie. La **diversification** ne garantit pas contre une perte.

Les prévisions, les estimations et certains renseignements contenus aux présentes sont basés sur des recherches exclusives et ne doivent pas être considérés comme des conseils en matière de placement, des offres ou des sollicitations visant l'achat ou la vente de tout instrument financier. Les prévisions et les estimations comportent des limites inhérentes et, contrairement aux rendements réels, elles ne tiennent pas compte de l'activité de négociation, des contraintes de liquidité et des autres coûts. De plus, les références à des résultats futurs ne doivent pas être considérées comme des estimations ou des promesses concernant le portefeuille d'un client.

Les opinions formulées à propos des tendances des marchés financiers ou des stratégies des portefeuilles sont basées sur la conjoncture, laquelle évolue. Il n'existe aucune garantie que ces stratégies de placement seront efficaces dans toutes les conjonctures ou qu'elles seront adaptées à tous les investisseurs. Chaque investisseur devrait examiner sa capacité à investir à long terme, même en période baissière sur les marchés. Les investisseurs devraient consulter leur conseiller en placement avant de prendre une décision de placement. Les hypothèses et les perspectives de rendement peuvent changer sans préavis.

Le **ratio cours/bénéfices ajusté au cycle économique** (ou CBAC) est un indicateur de valorisation qui se base sur les bénéfices par action (BPA) réels au cours d'une période de 10 ans, afin d'atténuer la variation des profits des entreprises au cours d'un cycle d'affaires. La **corrélation** correspond à la mesure statistique des fluctuations comparées de deux titres. Les corrélations de plusieurs indices ou titres les uns par rapport aux autres ou par rapport à l'inflation se basent sur des données considérées pendant une certaine période. Ces corrélations pourront substantiellement varier à l'avenir ou sur des périodes distinctes et ainsi créer une plus forte volatilité. Les **actifs réels** sont des immobilisations corporelles dont la valeur intrinsèque dépend de leur utilité. Il s'agit notamment de l'immobilier, des infrastructures ou des matières premières.

Ce document contient les opinions du gestionnaire, 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 de placement que ce soit. Les renseignements contenus dans ce document proviennent de sources réputées fiables, mais ne sauraient être garanties.

PIMCO offre de façon générale des services aux institutions, aux intermédiaires financiers et aux investisseurs institutionnels qualifiés. Les investisseurs particuliers devraient communiquer avec leur propre conseiller financier pour déterminer les choix de placement les mieux appropriés à leur situation financière. Les présentes ne constituent aucunement une offre à qui que ce soit dans les juridictions dans lesquelles elles sont illégales ou non autorisées. | **Pacific Investment Management Company LLC**, 650 Newport Center Drive, Newport Beach, CA 92660 est réglementée par la Securities and Exchange Commission des États-Unis. | Les services et produits de **PIMCO Canada Corp.** (199 Bay Street, Suite 2050, Commerce Court Station, P.O. Box 363, Toronto, ON, M5L 1G2) ne peuvent être disponibles que dans certaines provinces ou territoires du Canada et uniquement par l'intermédiaire de revendeurs autorisés à cet effet. | Aucune partie de ce document ne peut être reproduite sous quelque forme que ce soit et il ne peut y être fait référence dans aucune autre publication sans permission écrite expresse. PIMCO est une marque d'Allianz Asset Management of America LLC aux États-Unis et ailleurs. ©2024, PIMCO.