



PERSPECTIVES  
CYCLIQUES

OCTOBRE 2022

# Résister aux pressions

Les rendements étant désormais plus élevés, nous pensons que les obligations offrent une valeur attrayante dans cet environnement macroéconomique difficile.





**RÉDIGÉ PAR :**

**Tiffany Wilding**  
Managing Director  
Économiste

**Andrew Balls**  
Chief Investment Officer  
Revenu fixe mondial

**Sommaire**

- Nos perspectives cycliques de référence tablent sur une légère récession et une hausse du chômage dans les grands pays développés, avec une faible probabilité de rebond rapide de la croissance. Les banques centrales semblent déterminées à juguler l'inflation.
- Le potentiel de rendement des marchés obligataires semble convaincant compte tenu de rendements plus élevés sur l'ensemble des maturités. Nous chercherons à maintenir des portefeuilles conçus pour être résilients face à une gamme de résultats économiques, géopolitiques et de marché, et pour être des fournisseurs de liquidités pendant les périodes de plus grande tension sur le marché.
- En ce qui concerne les instruments de crédit, nous nous efforcerons de concilier prudence à court terme, en raison des incertitudes et du risque de récession, avec nos priorités à long terme concernant la qualité et la résistance des actifs. L'écart entre les valorisations sur les marchés privés et négociés publiquement demeure élevé, mais à mesure que les premiers s'ajustent et que les difficultés apparaissent plus nettement pour les obligations de sociétés et l'immobilier, nous nous attendons à cibler une série d'opportunités attrayantes.
- Nous identifions un risque baissier pour les marchés d'actions internationaux, compte tenu des valorisations de départ et des anticipations de bénéfices qui pourraient ne pas tenir compte du resserrement continu des banques centrales et du risque de récession accru. Nous prévoyons également que les corrélations négatives plus typiques entre les obligations de haute qualité et les actions se réaffirmeront, améliorant ainsi les caractéristiques de couverture et de diversification des allocations obligataires de base.



Il s'agit d'une période critique pour les investisseurs et les dirigeants politiques.

Les tensions internationales, une forte volatilité boursière et un resserrement monétaire d'une intensité jamais vue depuis plusieurs décennies constituent des facteurs défavorables qui contribuent à un contexte exceptionnellement incertain. Nous avons analysé en détail ces facteurs ainsi que d'autres lors de notre forum cyclique de septembre, à Newport Beach.

Nous en avons conclu qu'une récession risquait de survenir dans les économies développées et que l'inflation resterait probablement élevée. Les banques centrales se trouvent dans une position déplorable, devant s'attaquer à l'inflation alors que la croissance est déjà menacée.

Nous considérons que l'heure est à la prudence et à la flexibilité dans les portefeuilles, et pourtant la hausse des rendements renforce l'attrait des obligations. Les investisseurs peuvent potentiellement gagner un revenu plus élevé tout en recherchant la résilience face à la volatilité du marché. Nous examinons les arguments en faveur des obligations - et passons en revue d'autres actifs - dans les implications de l'investissement, plus bas.

Comme nous avons travaillé sur ces conclusions et d'autres, nous nous sommes rappelés du concept d'incertitude radicale, où l'incertitude ne peut pas être quantifiée par des distributions statistiques ou des résultats moyens pondérés par la probabilité, mais plutôt par des résultats non mesurables et qui représentent des inconnus (voir, par exemple, « [King, Keynes and Knight: Insights Into an Uncertain Economy](#), », juillet 2016). Par conséquent, bien que nous ayons discuté des prévisions de croissance et d'inflation, nous avons convenu que la gamme des résultats possibles était particulièrement large.

En tout état de cause, une certitude se dégage d'après nous: l'indice de *misère*, créé par Arthur Okun dans les années 60 pour caractériser une situation économique à partir des taux d'inflation et de chômage, augmente pour les banques centrales et les dirigeants politiques (voir figure 1).

## LE CONTEXTE INITIAL

Pour comprendre ce que cette misère pourrait signifier pour les économies, les marchés et les investisseurs, il est utile de se rappeler les conditions initiales et les développements récents depuis notre dernier Forum cyclique en mars. La guerre en Ukraine venait de commencer et, bien que les perspectives soient très incertaines, nous avons élaboré cinq points clés pour l'avenir. Premièrement, la guerre a constitué un choc économique «anti-boucles d'or», en vertu duquel

l'accélération de l'inflation s'accompagnerait d'une croissance plus lente (voire négative) du PIB réel. Deuxièmement, étant donné l'impact sur les chaînes d'approvisionnement, des réactions non linéaires à la croissance et à l'inflation étaient probables. Troisièmement, la dépendance relative de l'Union européenne (UE) vis-à-vis de l'énergie russe entraînerait probablement une plus grande divergence économique entre les régions. Quatrièmement, les conditions financières se resserreraient, les banques centrales étant susceptibles de privilégier la lutte contre l'inflation plutôt que le soutien à la croissance. Et cinquièmement, l'inflation et la dette publique étant déjà élevées en raison de la pandémie, la réponse budgétaire au choc serait probablement limitée. (Voir nos Perspectives cycliques de mars 2022: «[anti-boucles d'or](#)».)

**Figure 1: La misère macro-économique (inflation et chômage) à son plus haut niveau dans les pays développés depuis les années 80**

Indice de misère – Pays développés



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

Depuis lors, les évolutions macroéconomiques ont généralement évolué dans ce sens. Cependant, les chocs ont été beaucoup plus prononcés à plusieurs égards : Les perturbations économiques dues à la guerre se sont intensifiées. Les sanctions occidentales et la réponse russe à la limite et plus récemment à l'arrêt des flux de gaz à travers divers pipelines vers l'Europe auront probablement des conséquences économiques importantes. Les pressions inflationnistes semblent plus entravées, non seulement aux États-Unis, mais aussi dans toutes les régions. Et l'accent mis par les banques centrales sur la lutte contre l'inflation a généré un resserrement beaucoup plus significatif des conditions financières que prévu, ce qui a été le plus prononcé aux États-Unis en raison de la solidité du dollar.

Certains événements inattendus se sont également produits depuis mars. La croissance chinoise s'est ralentie de manière inattendue, les mesures de blocage COVID-19 et une approche fragmentaire de l'assouplissement des politiques ayant pesé sur l'activité. De plus, les politiques budgétaires des différentes régions sont désormais plus divergentes, le Royaume-Uni et la zone euro mettant en œuvre un soutien plus important pour stimuler la demande. En effet, les efforts visant à atténuer l'impact de la hausse des prix de l'énergie sur les consommateurs et les entreprises sont devenus la principale priorité politique de ces gouvernements. Au Royaume-Uni, un important paquet fiscal a été annoncé fin septembre. Il prévoit, entre autres, une réduction générale des impôts et un plafonnement des coûts énergétiques pour les ménages, ce qui représente environ 4 à 5% du PIB pour la seule première année. Entre-temps, plusieurs pays de la zone euro ont également décidé d'augmenter les dépenses publiques sous la forme de plafonds énergétiques, de transferts fiscaux et de subventions afin d'atténuer les effets négatifs de la hausse des coûts énergétiques sur les revenus discrétionnaires. Plus récemment, le gouvernement allemand a proposé un mécanisme de plafonnement des prix de l'énergie, dont le coût est estimé à 5% du PIB. Toutefois, il est certain que les montants globaux des dépenses à l'échelle de la zone euro sont loin d'être aussi élevés que ceux proposés au Royaume-Uni.

## PERSPECTIVE : UNE MISÈRE MACRO-ÉCONOMIQUE EN HAUSSE

Ces événements affecteront l'économie mondiale moyennant un décalage sous forme, à notre avis, des trois incidences cruciales suivantes au cours des 6 à 12 prochains mois.

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

Une récession économique, avec hausse du taux de chômage dans les grands pays développés (en particulier la zone euro et le Royaume-Uni), semble relativement probable, malgré les derniers efforts des gouvernements concernés pour soutenir l'activité.

La situation géopolitique a conduit la Russie à fortement réduire, voire à arrêter, le débit de ses gazoducs vers l'Europe, pourtant la principale source d'importation d'énergie pour le continent. Même si la zone euro a mis en œuvre des dispositifs de rationnement volontaire, une augmentation de ses importations de gaz du reste du monde et des mesures budgétaires pour répartir le fardeau, les Européens doivent toujours faire face à un prix de l'essence inégalé (et à la menace d'un rationnement obligatoire dans l'éventualité d'un hiver plus froid que la moyenne), de sorte que le revenu discrétionnaire réel risque de diminuer et de compromettre sérieusement la

rentabilité économique de certaines activités de production, avec une augmentation des coûts sur l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement.

Même si les autres régions que l'Europe se trouvent moins dépendantes commercialement de la Russie, des perturbations indirectes affecteront probablement le Royaume-Uni, les États-Unis et d'autres pays développés, du fait des difficultés de la production industrielle et des échanges commerciaux avec l'Europe. Le Royaume-Uni semble particulièrement vulnérable, malgré des mesures budgétaires visant à protéger les ménages de la hausse du coût de l'énergie, en raison de ses forts liens avec l'Europe et, de façon générale, d'une dépendance aux importations pour l'électricité et l'énergie.

Le PIB réel des États-Unis risque également de se contracter légèrement et de faire basculer le taux de chômage sans accélération de l'inflation (ou « NAIRU ») au-delà de certaines estimations de la commission budgétaire du Congrès, soit environ 4%. Une production d'énergie intérieure robuste permet d'isoler les États-Unis de la crise de la pénurie de puissance en Europe et au Royaume-Uni. Néanmoins, les flux commerciaux européens et les perturbations de la chaîne d'approvisionnement affaiblissent sans doute l'économie américaine à un moment où elle est également confrontée à un resserrement le plus rapide des conditions financières depuis la crise financière de 2008, généralement une faible perception des consommateurs et des entreprises, et une incertitude accrue, tous les risques d'atterrissage plus difficile pour l'économie américaine. Même si à peine 3% des intrants pour les biens et les services consommés aux États-Unis proviennent d'Europe (selon les données de l'OCDE sur les échanges internationaux dans la création de valeur de février 2021), la pandémie a démontré à quel point une pénurie de composants à faible valeur ajoutée peut avoir un effet important sur les chaînes d'approvisionnement. Les vulnérabilités de l'industrie chimique allemande, qui constitue un intrant important pour toute une série de produits, notamment les engrais, les pièces industrielles et les automobiles, sont particulièrement inquiétantes. La combinaison de ces chocs devrait peser sur la rentabilité de l'entreprise, limiter les investissements et, en fin de compte, augmenter le taux de chômage aux États-Unis.

Enfin, nous entrevoyons des risques à la baisse sur la croissance réelle de l'économie chinoise, sans toutefois anticiper de récession localement, en raison de la politique zéro COVID et de la récession du secteur immobilier. La baisse des exportations aux États-Unis, en Europe et dans d'autres pays développés nuira en outre très vraisemblablement à la Chine, malgré une hausse des échanges avec la Russie, alors que les autorités tiennent à respecter leurs objectifs de croissance.

Malgré ces perspectives difficiles, nous pensons que les récessions seront relativement légères dans les principaux pays industrialisés, étant donné que 1) les bilans des ménages et du secteur privé sont restés solides, en moyenne, 2) les contraintes d'endettement deviennent moins contraignantes dans les environnements inflationnistes et 3) à ce jour, le resserrement rapide des conditions financières n'a pas encore entraîné de tensions généralisées sur le marché du financement bancaire. Rappelons-nous toutefois qu'un resserrement récent des conditions financières sur fond d'annonces budgétaires a révélé les liens entre l'économie réelle et les marchés financiers, avec le risque qu'un accident sur ces derniers précipite de plus sévères récessions sur les marchés développés.

## 2) Une inflation persistante

Le taux de l'inflation de base dépasse maintenant les objectifs des banques centrales depuis un certain temps et, même si l'inflation globale devrait normalement finir par ralentir significativement à l'horizon cyclique, la tendance tarde malgré tout à survenir.

Les consommateurs ressentiront probablement un regain de prix de l'énergie et de l'électricité à différents degrés dans la zone euro et au Royaume-Uni, car les gouvernements cherchent à atténuer et même à limiter le passage des prix de gros aux utilisateurs finaux. L'assouplissement des prix du pétrole brut mondial devrait aider à assouplir l'inflation globale ailleurs, y compris aux États-Unis, au Canada et en Australie. Pour être sûrs, nous prévoyons une inflation globale modérée, notamment dans la plupart des régions à l'horizon cyclique. Cependant, une partie de la modération attendue est due à une hypothèse technique: nous utilisons les courbes des contrats à terme sur l'énergie pour prévoir l'inflation énergétique. Comme à bien d'autres égards, les perspectives de prix pour l'énergie à l'échelle mondiale paraissent plus incertaines que d'habitude, car les récessions des économies développées peuvent coïncider avec les contraintes sur l'offre causées non seulement par la guerre en Ukraine, mais aussi par une transition générale vers une économie verte.

Plus important encore, l'augmentation de l'inflation core commence à sembler plus entravée. L'augmentation de l'inflation s'est élargie au-delà des catégories touchées par les perturbations de la production de marchandises mondiales liées à la pandémie, notamment les composantes du panier de prix qui tendent à être plus cycliques, y compris l'abri et les services. En effet, les mesures d'inflation «collante» ont généralement progressé dans les principaux messages directs, l'accélération aux États-Unis étant la plus prononcée (voir

Figure 2). En outre, les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme ont généralement augmenté au cours des deux dernières années (voir Figure 3), tandis que les marchés de l'emploi resserrés ont augmenté les salaires. Cela est particulièrement vrai aux États-Unis, où les pressions salariales se sont étendues des secteurs de services à bas salaires et à faible niveau de qualification à un éventail d'industries, de professions et de niveaux de qualification.

Alors que notre scénario de référence table sur une diminution plus lente qu'espéré dernièrement par les banques centrales de l'inflation de base, des risques à la baisse pour la croissance réelle pointent également vers des incertitudes en ce qui a trait à une inflation plus élevée qu'à l'habitude et à une possibilité significative de choc désinflationniste réel.

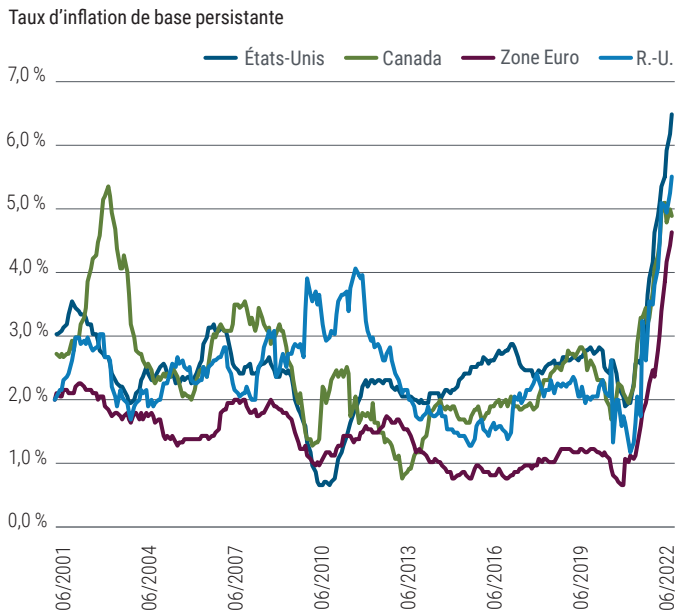
Ce qui est peut-être le plus inquiétant pour les banques centrales, c'est que l'inflation élevée et croissante s'est produite dans un contexte d'efforts séculaires visant à renforcer la résilience de la chaîne d'approvisionnement et à passer à des sources d'énergie verte (Perspectives séculaires de juin 2022: «Atteindre la résilience»). À terme, la hausse des prix devrait inciter fortement à innover, mais les implications cycliques de ces évolutions séculaires sont des coûts plus élevés qui tendent à empêcher l'inflation des prix à la consommation de revenir à des niveaux inférieurs, antérieurs à la pandémie.

## 3) Politique monétaire : un resserrement plus marqué et plus long

La hausse du chômage a placé les banques centrales dans une situation délicate pour lutter contre une inflation supérieure à l'objectif de façon persistante, mais leur intervention jusqu'à présent suggère qu'il s'agit bien d'une priorité. Le risque que la hausse de l'inflation contribue à l'augmentation des anticipations d'inflation et ainsi de suite apparaît plus aigu dans le contexte de tendances inflationnistes plus larges que les seuls chocs d'offre liés à une pandémie. L'inflation s'étant maintenant élargie, il est beaucoup moins évident que l'inflation sera modérée par elle-même sans resserrement monétaire supplémentaire pour offrir des taux d'intérêt réels supérieurs à leurs niveaux neutres. À ce jour, les taux d'intérêt réels sont restés faibles, malgré des conditions financières généralement resserrées, soutenant d'autres hausses nominales.

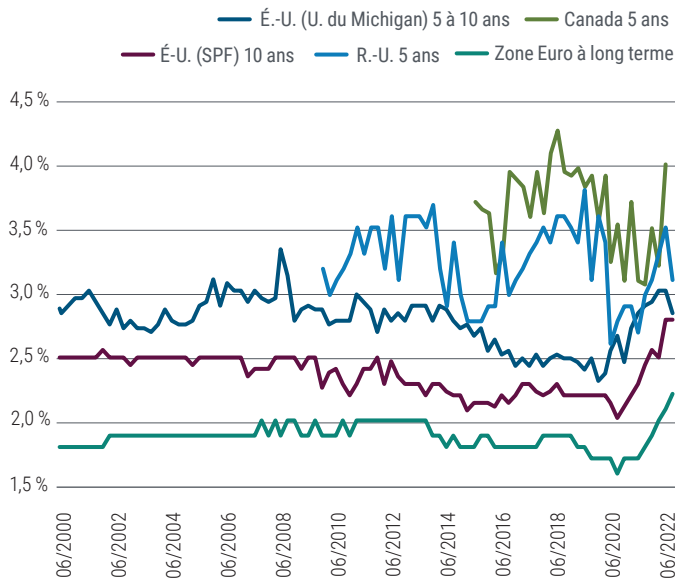
La Banque centrale européenne (BCE) est susceptible de faire face au compromis le plus difficile entre l'emploi et l'inflation, bien qu'elle ait officiellement un seul mandat de stabilité des prix. Parmi les grandes économies, la zone euro est la plus touchée par les retombées de la guerre en Ukraine et les sanctions contre la Russie, et elle devrait subir la plus forte contraction du PIB. Toutefois, étant donné que les sanctions

**Figure 2 : L'inflation de base a bien plus fortement persisté dans plusieurs économies développées**



Source : Haver Analytics et calculs de PIMCO, septembre 2022. Les paniers de prix « collants » sont construits en utilisant les catégories les moins volatiles dans chaque pays/région de 2012 à 2019. La méthodologie est basée sur les recherches de Michael F. Bryan et Brent Meyer, "Are some prices in the CPI more forward looking than others ? Nous le pensons » (Federal Reserve Bank of Cleveland, 2010).

**Figure 3 : Les attentes d'inflation à long terme ont généralement tendance à augmenter**



Source : Haver Analytics en date de septembre 2022. Données américaines (Université du Michigan) : Anticipations de l'Université du Michigan concernant l'inflation à la consommation à 5-10 ans. Données du Canada : Enquête sur les attentes des consommateurs auprès de la Banque du Canada 5 ans à venir. Données américaines (SPF) : Enquête auprès des prévisionnistes professionnels : prévisions d'inflation IPC à 10 ans. Données britanniques : Enquête Bank of England Inflation Attitudes 5 ans avant les attentes des consommateurs. Données sur la zone euro : étude de la BCE sur les prévisions professionnelles d'inflation à long terme.

occidentales (et les interruptions de l'approvisionnement énergétique russe) ne sont pas près d'être levées, la BCE devra probablement orienter sa politique monétaire de manière à restreindre la demande face à ces nouvelles contraintes d'approvisionnement. Dans les faits, les estimations européennes du taux d'intérêt réel neutre se trouvant bien en deçà de celles d'autres pays développés, la Banque centrale européenne peut probablement déployer moins d'efforts que ses homologues pour se trouver dans une situation de politique monétaire restrictive.

La Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada et d'autres banques centrales dans les pays développés doivent procéder au même type d'équilibrage. Toutefois, avec une inflation qui dépasse largement les objectifs à long terme, des hausses complémentaires de taux d'intérêt semblent nécessaires, puisque les responsables souhaitent mettre en œuvre une politique restrictive – en particulier au Royaume-Uni où nous nous attendons à ce que la politique monétaire européenne vienne compenser les récentes mesures budgétaires – avant une stabilisation des taux directeurs (qui ne pourra survenir qu'après un ralentissement significatif de l'inflation et un retour vers les objectifs). Aux États-Unis, nous nous attendons à ce que la Réserve fédérale relève son taux directeur dans une fourchette comprise entre 4,5 et 5%, puis marque une pause pour évaluer l'effet du resserrement sur l'économie (reconnaissant que sa politique monétaire affecte la croissance, moyennant un décalage plus ou moins long).

Le niveau final des taux d'intérêt à l'issue d'une politique de resserrement des conditions financières dépendra de la sensibilité des économies concernées. Si l'on se fie aux récentes évolutions du marché immobilier, les banques centrales du Canada, de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande pourraient marquer une pause justifiée à ce stade, devançant les États-Unis et le Royaume-Uni. Dans ce dernier cas, les mesures de relance budgétaire annoncées font en sorte que le taux directeur de la Banque d'Angleterre pourrait largement dépasser celui d'autres banques centrales des pays développés, malgré un récent revirement visant à augmenter de nouveau son bilan dans une tentative d'atténuation des risques systémiques du système de pension du fait de l'ajustement rapide des taux d'intérêt à long terme.

La Banque du Japon (BOJ) est la seule exception à ces perspectives, car l'inflation au Japon est jusqu'à présent restée étonnamment modérée. Si la dynamique d'inflation japonaise finit par suivre les pas de leurs pairs internationaux, nous nous attendons à ce que la BOJ ajuste sa politique en conséquence. Cependant, pour l'instant, avec des pressions

salariales encore faibles, la BOJ devrait rester concentrée sur l'ancrage des anticipations d'inflation japonaises, qui se sont adaptées à l'inflation constamment inférieure à l'objectif du pays au fil des ans.

Inutile de préciser que ces perspectives de politique monétaire contribuent à accentuer le risque d'un atterrissage brutal. Même si notre scénario de référence mise sur une récession de faible ampleur, les risques d'accident sur les marchés financiers ou de correction soudaine du cours des titres de créance resteront élevés dans un contexte où les banques centrales doivent ralentir la demande, en intervenant de façon musclée sur les taux d'intérêt et sur leur bilan. Ces effets indirects restent difficiles à prévoir, car les liens systématiques entre les marchés financiers ne se révèlent réellement qu'avec un décalage lorsqu'une situation de tension existe déjà.

Parallèlement, aux États-Unis, seul un léger soutien budgétaire supplémentaire semble probable à court terme compte tenu des préoccupations bipartiennes concernant l'inflation accrue.

Si ces perspectives budgétaires, associées à une politique restrictive de la banque centrale, ne sont pas une bonne nouvelle pour la croissance cyclique, c'est probablement exactement ce qu'il faut pour vaincre l'inflation. L'épisode de la pandémie a clairement montré que l'inflation n'est pas seulement un phénomène monétaire, mais également un phénomène budgétaire.

---

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

---

## **LA PROCHAINE RÉCESSION : FAIBLE, MAIS PLUS LONGUE**

Bien que nos prévisions de référence pointent vers de faibles récessions dans les marchés développés, nous ne nous attendons pas à un rebond rapide de la croissance au-delà de sa tendance à long terme. En raison de cette inflation bien supérieure aux objectifs des banques centrales ainsi que d'une hausse des déficits budgétaires et de l'endettement public à l'issue de la pandémie, toute mesure de soutien à une baisse de l'activité économique n'atteindra vraisemblablement pas l'intensité constatée dans le passé, de sorte que la croissance demeurera poussive et inférieure à la tendance un certain temps après cette période de contraction. L'indice de misère, même après avoir atteint un point culminant, peut prendre un certain temps pour revenir à un niveau plus confortable, la diminution de l'inflation se trouvant généralement contrebalancée par une hausse du chômage.

L'Europe et le Royaume-Uni échapperont difficilement à une récession, malgré des mesures de détente monétaire, compte tenu du positionnement vraisemblable des banques centrales face à de nouvelles pressions inflationnistes, et la reprise qui suivra ne dépassera vraisemblablement pas la tendance.



# Incidences sur les placements

En raison de la hausse des taux de rendement sur l'ensemble des échéances, nous estimons que les obligations constituent maintenant un meilleur placement. À notre avis, le segment de qualité élevée des marchés à revenu fixe devrait fournir des rendements avoisinant leurs moyennes à long terme, et la portion à court terme de la courbe de la plupart des pays reflète déjà un resserrement monétaire suffisant. Nous entrevoyons de nombreuses opportunités permettant de profiter de cette hausse de valeur des marchés obligataires. Ainsi, les investisseurs pourraient combiner une exposition à des rendements indiciaires de qualité élevée, lesquels ont significativement augmenté l'an dernier, à certaines positions dans des secteurs à écart de qualité élevée, tout en ajoutant un potentiel d'alpha grâce à une gestion active. Nous estimons le potentiel de rendement attrayant à la lumière de nos perspectives cycliques, et de nombreux investisseurs devraient tirer profit d'un retour vers les marchés à revenu fixe.

En outre, en plus du potentiel de revenu plus élevé, les rendements sont suffisamment élevés pour offrir un potentiel de gains en capital en cas de croissance et d'inflation plus faibles que prévu ou en cas de faiblesse plus prononcée du marché des actions. Nous nous attendons à ce que des corrélations négatives plus normales entre les obligations de qualité supérieure et les actions se réorientent, améliorant ainsi les caractéristiques de couverture des obligations de base de qualité, qui devraient généralement augmenter de valeur lorsque les actions chutent. De plus, la hausse des taux de rendement constatée sur les marchés obligataires aujourd'hui pourrait bien rétribuer les investisseurs qui souhaitent laisser passer cette période d'incertitudes et de volatilité potentielle plus élevée.

---

**Nous pensons que l'on peut désormais s'attendre à ce que les marchés de titres à revenu fixe de haute qualité produisent des rendements beaucoup plus conformes aux moyennes à long terme.**

---

Si l'inflation persiste autant que nous le projetons, les banques centrales devront probablement relever les taux au-delà des anticipations actuelles des investisseurs et, dans l'éventualité de récessions légères telles que celles que nous prévoyons, les responsables politiques prendront



sans doute leur temps pour diminuer les taux d'intérêt afin de relancer la croissance, compte tenu du niveau élevé de l'inflation actuellement. Cet attentisme des banques centrales ne correspondra vraisemblablement pas aux politiques des deux dernières décennies, de sorte qu'il paraît plus risqué que d'habitude de supposer qu'elles mettront en œuvre des mesures visant à soutenir les marchés en difficulté. Une vision à plus long terme devrait aider les investisseurs à composer avec ces incertitudes.

Mais, un changement clair dans la trajectoire de l'inflation pourrait certainement conduire à un pivot abrupt vers des préoccupations concernant la croissance et la stabilité du marché. Bien que nous nous attendions à ce que le modèle plus normal d'actions et d'obligations évoluant dans des directions différentes se rétablisse progressivement, nous voyons un risque particulier qu'en cas de dislocation macro/marché plus importante, il pourrait y avoir une normalisation abrupte de la corrélation entre les marchés obligataires et les marchés d'actions, ce qui augmenterait les risques pour les portefeuilles qui n'ont pas la flexibilité et la résilience nécessaires pour supporter la transition.

### **STRATÉGIES EN OBLIGATIONS TRADITIONNELLES**

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

Nous estimons qu'une exposition à la sensibilité à la variation des taux d'intérêt et aux actifs à écart présente de la valeur dans les segments de qualité élevée. Nous nous attendons à dénicher des opportunités à l'horizon cyclique permettant d'augmenter le risque des portefeuilles, en matière de sensibilité à la variation des taux d'intérêt comme dans le positionnement des actifs à écart. Toutefois, à court terme, nous insistons sur le besoin de faire preuve de prudence dans ces deux aspects.

Dans les portefeuilles axés sur un indice, nous prévoyons une sensibilité à la variation des taux proche du niveau neutre. Celle-ci nous paraît généralement juste et dans la fourchette médiane de nos prévisions pour la plupart des marchés développés. Compte tenu des risques à court terme d'inflation,

nous pourrions dans certains cas adopter une sensibilité à la variation des taux d'intérêt inférieure à celle de l'indice, mais, dans l'ensemble, notre conviction reste faible et nous estimons que les marchés à revenu fixe peuvent offrir des rendements attrayants sans exposer les portefeuilles à un risque excessif de taux d'intérêt. Le Japon fait figure de cas particulier, avec certaines de nos stratégies méritant un positionnement qui tirera parti du revirement progressif de la banque du Japon vers un relâchement du contrôle de la courbe des taux.

### **TITRES ADOSSÉS À DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES (TACH)**

Nous comptons surpondérer nos positions en TACH garantis en privilégiant les coupons élevés du fait des valorisations et de l'important volume de TACH à faibles coupons figurant au bilan de la Réserve fédérale. Les TACH garantis par des organismes publics constituent des actifs de notation AAA offrant un écart relativement attrayant, une excellente résistance et une appréciable liquidité. Il existe un risque que la banque centrale américaine décide de commencer à se départir de ses titres hypothécaires à faible coupon dans le cadre de son processus de resserrement quantitatif (et non plus seulement se limiter à ne pas réinvestir le capital arrivé à échéance), mais nous l'estimons relativement faible dans le contexte cyclique délicat qui prévaut actuellement.

### **INSTRUMENTS DE CRÉDIT PRIVÉS ET NÉGOCIÉS PUBLIQUEMENT; PRODUITS STRUCTURÉS**

En ce qui concerne les actifs à risque, nous nous efforcerons de concilier prudence à court terme, en raison des incertitudes et du risque de récession, avec nos priorités à long terme de qualité élevée et d'actifs résilients, lesquels pourraient enregistrer une amplification complémentaire de leurs écarts, sans grand risque de défaillance des émetteurs à notre avis. Il s'agit notamment d'une gamme d'actifs de produits structurés de haute qualité, de dettes de qualité supérieure, de produits financiers de haute qualité et même de crédits à haut rendement qui, selon nous, présentent une résilience suffisante au niveau du bilan en cas de résultats économiques défavorables. Nous prévoyons une sous-pondération du crédit générique aux entreprises. Nous prévoyons une sous-pondération du crédit générique aux entreprises.

Nous nous efforcerons d'éviter les zones des marchés du crédit très sensibles au cycle économique. Il s'agit notamment d'expositions plus faibles aux entreprises des marchés émergents, de prêts bancaires moins bien notés et de segments du marché du crédit privé où les emprunteurs de moindre qualité seront probablement confrontés à l'impact direct de la hausse des taux directeurs des

banques centrales par le biais d'une augmentation du coût du service de la dette, qui s'accompagnera probablement d'une détérioration de la capacité bénéficiaire.

Nous estimons que les anticipations de volatilité des marchés financiers et d'instabilité de l'économie réelle conduiront à des opportunités attrayantes pour les investisseurs dotés d'une certaine patience et de capitaux frais. Le différentiel de valorisation entre les placements privés et négociés publiquement demeure extrême, mais à mesure que les premiers s'ajustent et que les difficultés se révèlent pour les instruments de crédit de sociétés et pour l'immobilier, des opportunités de rendements potentiels démesurés devraient se présenter. Celles-ci figurent d'ailleurs parmi nos plus fortes convictions.

## DEVISES ET MARCHÉS ÉMERGENTS

En ce qui concerne les devises, nous chercherons probablement à éviter les positions importantes en dollars américains, en équilibrant la valorisation onéreuse du dollar - nous prévoyons un pic de la valeur du dollar dans les trimestres à venir - avec le risque de fuite vers la qualité dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale. Nous nous attendons toutefois à trouver des occasions de placement hors dollar US basées sur la valeur relative.

Nous aurons tendance à faire preuve de prudence sur les expositions aux marchés émergents à ce stade du cycle économique et en raison de l'incertitude entourant la destination finale des taux d'intérêt de la Fed. Cependant, les investissements dans les marchés émergents offrent un très large éventail de possibilités. Des taux d'intérêt réels élevés et une augmentation significative des écarts en comparaison des instruments de crédit comparables des marchés développés devraient offrir une certaine marge de manœuvre contre les effets d'une instabilité internationale et politique. Nous pensons également que la valeur idiosyncratique a été créée dans un sous-ensemble de pays émergents, ce qui permet à une approche de gestion active de tirer parti des chemins divergents entre les pays émergents en absorbant les chocs émanant des économies développées et de la Chine.

## MATIÈRES PREMIÈRES ET OBLIGATIONS INDEXÉES À L'INFLATION

Les matières premières restent à l'épicentre des difficultés rencontrées par l'ensemble des marchés. Toutefois, celles-ci peuvent offrir une couverture intéressante contre le risque d'inflation.

Les effets contraires d'un ralentissement économique et d'une restriction continue de l'offre créent des incertitudes significatives sur les perspectives entourant le prix des matières premières. La chute vertigineuse des approvisionnements en gaz naturel acheminé par gazoduc n'a pas seulement été un puissant catalyseur de l'inflation des prix à la consommation, mais s'est également répercutée directement sur d'autres marchés de produits de base tels que l'électricité, le charbon, les métaux de base, le pétrole et les engrais, ces derniers ne faisant qu'augmenter le coût pour les agriculteurs et réduire les incitations à étendre les surfaces cultivées. Bien que la capacité de la Russie à influencer les marchés du gaz et de l'électricité soit réduite en raison de la baisse déjà importante des approvisionnements, les sanctions à venir sur le commerce du pétrole, y compris les restrictions sur l'assurance maritime, ont le potentiel de faire baisser encore plus les approvisionnements russes. La capacité de réserve de l'OPEP+ étant proche du niveau le plus bas de ces 20 dernières années, toute perte de l'offre russe soutiendrait les prix du pétrole à partir de maintenant. Les indices des matières premières, tels que l'indice des matières premières Bloomberg, offrent actuellement un portage positif supérieur à 10% en septembre 2022 (ce qui signifie que les courbes à l'avenir affichent déjà une baisse considérable des prix des matières premières à l'horizon cyclique). Compte tenu de la contribution des matières premières à l'inflation globale et de leur influence sur la politique bancaire centrale, l'utilisation des expositions aux matières premières comme couverture contre les risques d'inflation a rarement été plus forte.

Nous estimons toujours qu'une légère exposition aux bons du Trésor des États-Unis indexés à l'inflation (TIPS) peut contribuer à atténuer l'effet de la hausse des prix à un coût raisonnable.

## RÉPARTITION DE L'ACTIF ET ACTIONS

Dans nos portefeuilles d'allocation d'actifs, nous prévoyons une sous-pondération du risque bêta global des actions. Nous voyons un risque de baisse pour les marchés d'actions mondiaux, étant donné les valorisations initiales et les prévisions de bénéfices du consensus qui, selon nous, ne tiennent pas encore pleinement compte du resserrement continu des banques centrales et du risque accru de récession. Nous anticipons une dévaluation des multiples de bénéfices ainsi qu'une baisse des bénéfices par action (BPA). Les entreprises doivent naviguer dans un environnement extrêmement difficile où la demande s'estompe lentement et où les pressions sur les coûts persistent, menaçant ainsi la contraction des marges. Dans ce contexte, nous prévoyons de sous-pondérer des secteurs plus cycliques et de privilégier des sociétés de qualité à des valorisations raisonnables qui ont des bilans propres et qui sont exposées à des secteurs plus défensifs.

Tous les investissements comportent des risques et peuvent 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 fonds et stratégies obligataires est affectée par les fluctuations des taux d'intérêt. Les obligations et stratégies obligataires ayant des durations plus longues tendent à être plus sensibles et plus volatiles que celles ayant des durations 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 augmenter la volatilité. La valeur de rachat des placements en obligations peut être inférieure ou supérieure à leur valeur originale. Les **matières premières** sont exposées à des risques plus élevés, notamment des risques politiques, réglementaires, liés au marché ou aux conditions naturelles. La valeur des **actions** peut diminuer en raison de la conjoncture sectorielle, économique ou boursière, perçue ou réelle. 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 **taux de change** peuvent fluctuer de façon significative durant de courtes périodes et peuvent diminuer les rendements d'un portefeuille. 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 **obligations indexées sur l'inflation (OII)** émises par un gouvernement sont des titres à revenu fixe dont la valeur du principal est périodiquement ajustée en fonction du taux d'inflation; la valeur des OII diminue lorsque les taux d'intérêt réels augmentent. Les Bons du Trésor indexés à l'inflation (TIPS) sont des OII émises par le gouvernement américain. Le **crédit privé** implique un investissement dans des titres non négociés sur le marché qui peuvent donc courir un risque d'illiquidité. Les portefeuilles qui investissent dans des crédits privés peuvent recourir à un effet de levier et à des techniques de placement spéculatives augmentant le risque de perte. La **diversification** ne garantit pas contre les pertes.

L'**alpha** est une mesure du rendement ajusté au risque obtenue en comparant la volatilité (risque lié au prix) d'un portefeuille et son rendement ajusté au risque par rapport à un indice de référence; le rendement excédentaire par rapport à l'indice représente alpha. Le **bêta** constitue une mesure de la sensibilité des cours aux fluctuations du marché. Le bêta du marché s'élève à 1. Le **Roulement à la baisse** est une forme de rendement qui est réalisé à mesure qu'une obligation approche de l'échéance, en suivant une courbe de rendement à pente ascendante.

Aux présentes, les termes « abordable » et « onéreux » s'entendent d'un titre ou d'une catégorie d'actif que l'on peut considérer comme nettement sous/surévalué par rapport à sa moyenne historique et aux anticipations du gestionnaire. Aucune garantie n'est donnée concernant l'obtention de résultats futurs, de gains ou de protection contre des pertes éventuelles grâce à la valorisation d'un titre.

La qualité de crédit d'un titre ou d'un groupe de titres ne garantit en rien la stabilité ou la protection du

portefeuille dont ils font partie. Les notes de crédit des émissions/émetteurs sont fournies afin d'indiquer la solvabilité de cet(te) émission/émetteur et se situent généralement entre AAA, Aaa ou AAA (haut de la fourchette) et D, C ou D (bas de la fourchette) pour S&P, Moody's et Fitch respectivement.

Les prévisions, les estimations et certaines informations contenues aux présentes sont basées sur des recherches exclusives et ne doivent pas être considérées 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 devaient consulter leur conseiller en placement avant de prendre une décision de placement. Les hypothèses et perspectives de rendement peuvent changer sans préavis.

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 informations contenues dans ce document proviennent de sources réputées fiables, mais ne sauraient être garanties.

The products and services provided by PIMCO Canada Corp. may only be available in certain provinces or territories of Canada and only through dealers authorized for that purpose.

All investments contain risk and may lose value. Investing in the bond market is subject to risks, including market, interest rate, issuer, credit, inflation risk, and liquidity risk. The value of most bonds and bond strategies are impacted by changes in interest rates. Bonds and bond strategies with longer durations tend to be more sensitive and volatile than those with shorter durations; bond prices generally fall as interest rates rise, and low interest rate environments increase this risk. Reductions in bond counterparty capacity may contribute to decreased market liquidity and increased price volatility. Bond investments may be worth more or less than the original cost when redeemed. Commodities contain heightened risk, including market, political, regulatory and natural conditions, and may not be appropriate for all investors. Equities may decline in value due to both real and perceived general market, economic and industry conditions. Investing in foreign-denominated and/or -domiciled securities may involve heightened risk due to currency fluctuations, and economic and political risks, which may be enhanced in emerging markets. Currency rates may fluctuate significantly over short periods of time and may reduce the returns of a portfolio. Mortgage- and asset-backed securities may be sensitive to changes in interest rates, subject to early repayment risk, and while generally supported by a government, government-agency or private guarantor, there is no assurance that the guarantor will meet its obligations. References to Agency and non-agency mortgage-backed securities refer to

mortgages issued in the United States. Inflation-linked bonds (ILBs) issued by a government are fixed income securities whose principal value is periodically adjusted according to the rate of inflation; ILBs decline in value when real interest rates rise. Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) are ILBs issued by the U.S. government. Private credit involves an investment in non-publicly traded securities which may be subject to illiquidity risk. Portfolios that invest in private credit may be leveraged and may engage in speculative investment practices that increase the risk of investment loss. Diversification does not ensure against loss.

Alpha is a measure of performance on a risk-adjusted basis calculated by comparing the volatility (price risk) of a portfolio vs. its risk-adjusted performance to a benchmark index; the excess return relative to the benchmark is alpha. Beta is a measure of price sensitivity to market movements. Market beta is 1. Roll-down is a form of return that is realized as a bond approaches maturity, assuming an upward sloping yield curve.

The terms "cheap" and "rich" as used herein generally refer to a security or asset class that is deemed to be substantially under- or overpriced compared to both its historical average as well as to the investment manager's future expectations. There is no guarantee of future results or that a security's valuation will ensure a profit or protect against a loss.

The credit quality of a particular security or group of securities does not ensure the stability or safety of an overall portfolio. The quality ratings of individual issues/issuers are provided to indicate the credit-worthiness of such issues/issuer and generally range from AAA, Aaa, or AAA (highest) to D, C, or D (lowest) for S&P, Moody's, and Fitch respectively.

Forecasts, estimates and certain information contained herein are based upon proprietary research and should not be interpreted as investment advice, as an offer or solicitation, nor as the purchase or sale of any financial instrument. Forecasts and estimates have certain inherent limitations, and unlike an actual performance record, do not reflect actual trading, liquidity constraints, fees, and/or other costs. In addition, references to future results should not be construed as an estimate or promise of results that a client portfolio may achieve.

Statements concerning financial market trends or portfolio strategies are based on current market conditions, which will fluctuate. There is no guarantee that these investment strategies will work under all market conditions or are appropriate for all investors and each investor should evaluate their ability to invest for the long term, especially during periods of downturn in the market. Investors should consult their investment professional prior to making an investment decision. Outlook and strategies are subject to change without notice.

PIMCO as a general matter provides services to qualified institutions, financial intermediaries and institutional investors. Individual investors should contact their own financial professional to determine the most appropriate investment options for their financial situation. This material contains the opinions of the manager and such opinions are subject to change without notice. This material has been distributed for informational purposes only and should not be considered as investment advice or a recommendation of any particular security, strategy or investment product. Information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable, but not guaranteed. No part of this material may be reproduced in any form, or referred to in any other publication, without express written permission. PIMCO is a trademark of Allianz Asset Management of America L.P. in the United States and throughout the world. ©2022, PIMCO.