



PERSPECTIVES
CONJONCTURELLES
OCTOBRE 2024

Atterrissage en douceur : une manœuvre à assurer

Les perspectives pour l'obligataire demeurent bien orientées dans plusieurs scénarios économiques, la Réserve fédérale américaine abaissant ses taux, à l'image d'autres banques centrales.





AUTEUR :

Tiffany Wilding
Directeur général
Économiste

Andrew Balls
Chief Investment Officer
Global Fixed Income

PRINCIPALES CONCLUSIONS

Les économies semblent aujourd'hui avoir renoué avec la « normalité » qui prévalait en 2019, avant les chocs provoqués par la pandémie. Pourtant, les taux directeurs demeurent élevés. Alors que les banques centrales réduisent leurs taux d'intérêt pour les porter à des niveaux plus neutres, la grande question est de savoir quel rythme elles adopteront et ce qu'elles considèrent comme des niveaux « normaux ». Voici nos prévisions économiques à court terme :

- Les facteurs à l'origine de la bonne santé relative de l'économie américaine sont en train de s'estomper. Cette évolution laisse entrevoir un certain recouplage avec le reste du monde et de nouveaux progrès dans le contrôle de l'inflation.
- Les marchés développés semblent en bonne voie pour revenir aux niveaux d'inflation ciblés en 2025, grâce à la normalisation de la demande des consommateurs et à une concurrence accrue pour des offres d'emploi limitées. Aux États-Unis, on observe un certain relâchement des marchés du travail par rapport à 2019, ce qui accroît le risque d'une hausse du chômage. La Fed, comme d'autres banques centrales des marchés développés, devrait réaligner sa politique monétaire sur cette nouvelle réalité cyclique.
- Les économies des États-Unis et d'autres pays semblent prêtes à réaliser le rare exploit d'un atterrissage en douceur (croissance et inflation modérées sans récession). Mais il existe des risques, tels que les prochaines élections américaines et leurs implications en termes de droits de douane, de commerce, de politique budgétaire, d'inflation et de croissance économique. D'importants déficits budgétaires subsisteront probablement, limitant le potentiel de nouvelles mesures de relance budgétaire et accroissant les risques économiques.

Dans un contexte marqué par le ralentissement des économies développées et l'émergence de conflits commerciaux et géopolitiques potentiels, les investisseurs devraient privilégier la prudence et la flexibilité dans le positionnement de leurs portefeuilles. Voici nos perspectives d'investissement à court terme :

- Nous nous attendons à ce que les courbes de rendement se pentifient à mesure que les banques centrales abaissent leurs taux courts, ce qui créera un environnement favorable aux investissements obligataires. Historiquement, les obligations « *Investment Grade* » se comportent généralement bien en cas d'atterrissage en douceur et mieux encore en cas de récession. De plus, les obligations ont récemment renoué avec leur traditionnelle corrélation inverse avec les actions, offrant ainsi de précieux avantages en termes de diversification.
- Les rendements obligataires sont attrayants, tant en termes nominaux que corrigés de l'inflation, en particulier sur la partie à cinq ans de la courbe. Les taux monétaires devraient diminuer parallèlement aux taux directeurs, tandis que les déficits publics élevés pourraient se traduire par une hausse progressive des rendements obligataires à long terme.
- Nous restons prudents, compte tenu d'une certaine complaisance à l'égard des obligations d'entreprises due au resserrement des valorisations, et privilégions le crédit de meilleure qualité ainsi que les produits structurés. Les marchés privés de moindre qualité et à taux variable semblent plus vulnérables aux ralentissements économiques et aux fluctuations des taux d'intérêt que ne le suggèrent les cours, le risque de crédit étant susceptible d'augmenter au moment même où les rendements chutent, ce qui peut profiter aux emprunteurs mais nuire aux investisseurs. Les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) d'agences américaines offrent une alternative intéressante et liquide aux obligations d'entreprises.¹ En outre, les segments des crédits adossés à des actifs, dans la consommation et en dehors, présentent des opportunités attrayantes pour les investisseurs du marché privé, en particulier par rapport au crédit d'entreprise.
- Sur le marché des devises, nous sous-pondérons quelque peu le dollar américain en raison des baisses de taux opérées par la Fed, tout en nous diversifiant dans les devises de pays développés et émergents.

¹ La liquidité fait référence à des conditions de marché normales.



Perspectives économiques :

Recouplage et recadrage des risques

L'économie américaine s'est distinguée en 2023 et 2024, progressant à un rythme de 2,5 à 3 %, alors que la croissance stagnait autour de 0-1 % dans le reste du monde développé. Qui plus est, le pays enregistre comparativement une meilleure productivité depuis la pandémie. Dans nos *Perspectives cycliques* d'avril 2024, intitulées « Diversifier les portefeuilles face aux divergences des marchés », nous avons identifié deux grandes raisons à cette surperformance :

- **La politique budgétaire** : les mesures de relance budgétaire prises depuis 2021 ont été plus importantes, entraînant une plus forte accumulation de richesse dans le secteur privé, qui a mis davantage de temps à se résorber.
- **La politique monétaire** : la hausse des taux d'intérêt a tardé à se répercuter sur les ménages américains, compte tenu du stock relativement important de prêts hypothécaires à long terme assortis de taux bas dans le pays.

En outre, l'importance des marchés du crédit privé aux États-Unis a sans doute favorisé des conditions financières plus souples. L'afflux de capitaux d'investisseurs en faveur des prêts aux entreprises de moindre qualité a intensifié la concurrence au niveau des transactions tout en fournissant un financement aux acteurs plus fragiles qui pourraient avoir du mal à accéder à d'autres marchés.

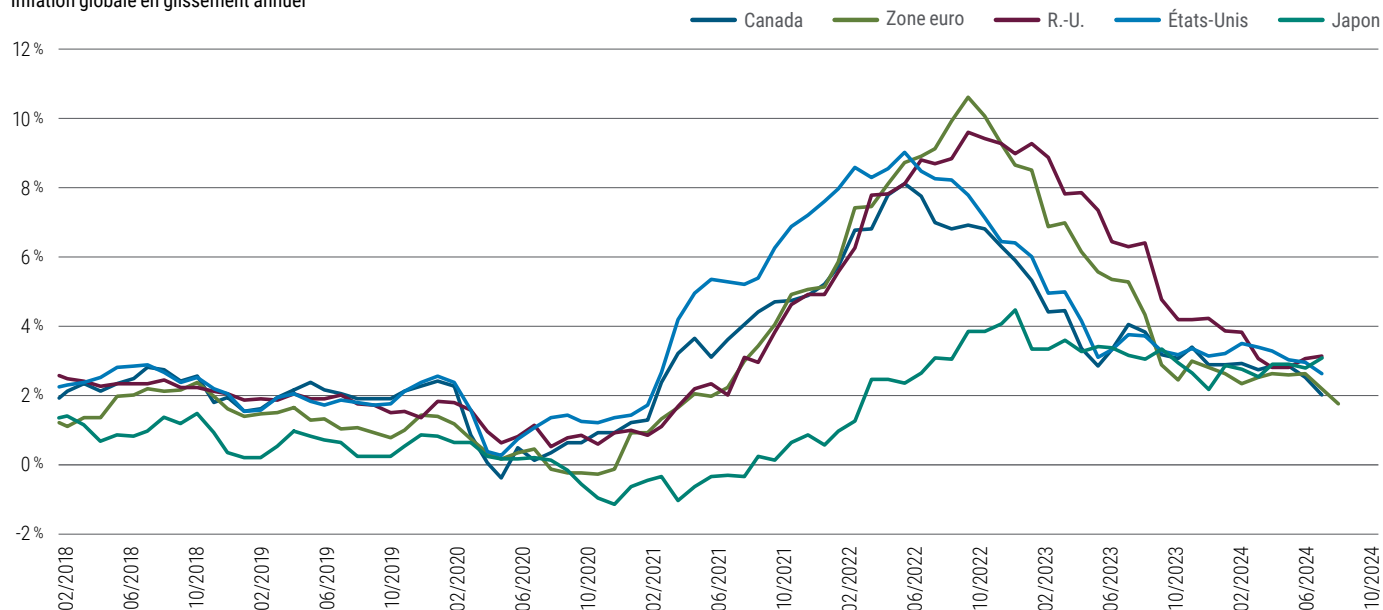
Les États-Unis ont en outre été moins touchés par les retombées internationales du ralentissement économique chinois. Les pays européens, et l'Allemagne surtout, ont souffert de la baisse des échanges avec la Chine et de la concurrence accrue des importations chinoises. Les gains financiers et l'accumulation de capital découlant de l'intelligence artificielle générative (IA) ont par ailleurs particulièrement profité aux États-Unis.

En 2024, les États-Unis ont par ailleurs réalisé des progrès plus modestes que leurs homologues développés en matière de réduction de l'inflation. L'inflation core des dépenses de consommation des ménages (PCE), baromètre favori de la Fed, devrait clôturer l'année à un niveau proche de celui enregistré fin 2023, alors que d'importants effets de base sont susceptibles de faire grimper le taux en glissement annuel dans les prochains mois.

Sur la même période, l'inflation core a en revanche ralenti de 1 à 1,5 point de pourcentage dans les autres marchés développés (voir Figure 1). Le meilleur résultat de l'Europe s'explique par la faiblesse de la demande et la compression des marges des entreprises, qui compensent une inflation toujours élevée des coûts unitaires du travail.

Figure 1 : l'inflation globale poursuit sa normalisation vers les niveaux pré-pandémie

Inflation globale en glissement annuel



Source : diverses agences statistiques internationales, Haver Analytics, et calculs de PIMCO au moins d'août 2024

Les facteurs qui ont favorisé la surperformance des États-Unis s'estompent, ce qui laisse entrevoir un certain recouplage avec l'économie mondiale. Les soldes de richesse réels américains sont désormais plus proches de ceux des autres marchés développés. Les chocs de politique monétaire qui ont entravé la croissance dans les autres régions s'atténuent également.

La croissance européenne devrait retrouver un rythme plus normal à mesure que les taux reculent et que les conditions commerciales s'améliorent après la flambée des prix de l'énergie en 2022. Voilà qui devrait compenser la baisse des dépenses gouvernementales et la faiblesse de l'environnement manufacturier mondial. L'immigration – qui a dopé la croissance dans de nombreux pays développés, en particulier aux États-Unis – devrait désormais constituer un frein, dès lors que les politiques mises en œuvre au milieu de l'année 2024 pour en limiter les flux semblent porter leurs fruits.

Si un recouplage s'opère manifestement au niveau de la croissance cyclique, l'économie américaine conserve indéniablement certains avantages. Ainsi, les tendances robustes en matière de dépenses d'investissement et d'investissement dans l'IA présentent un potentiel de croissance significatif, notamment par rapport à l'Allemagne et à d'autres pays de l'UE qui sont davantage exposés à la concurrence chinoise et plus dépendants des sources d'énergie importées. Et les récentes révisions de statistiques

économiques ont indiqué que le taux d'épargne avait renoué avec les niveaux d'avant la pandémie aux États-Unis, ce qui devrait rassurer quant à la capacité financière du consommateur américain.

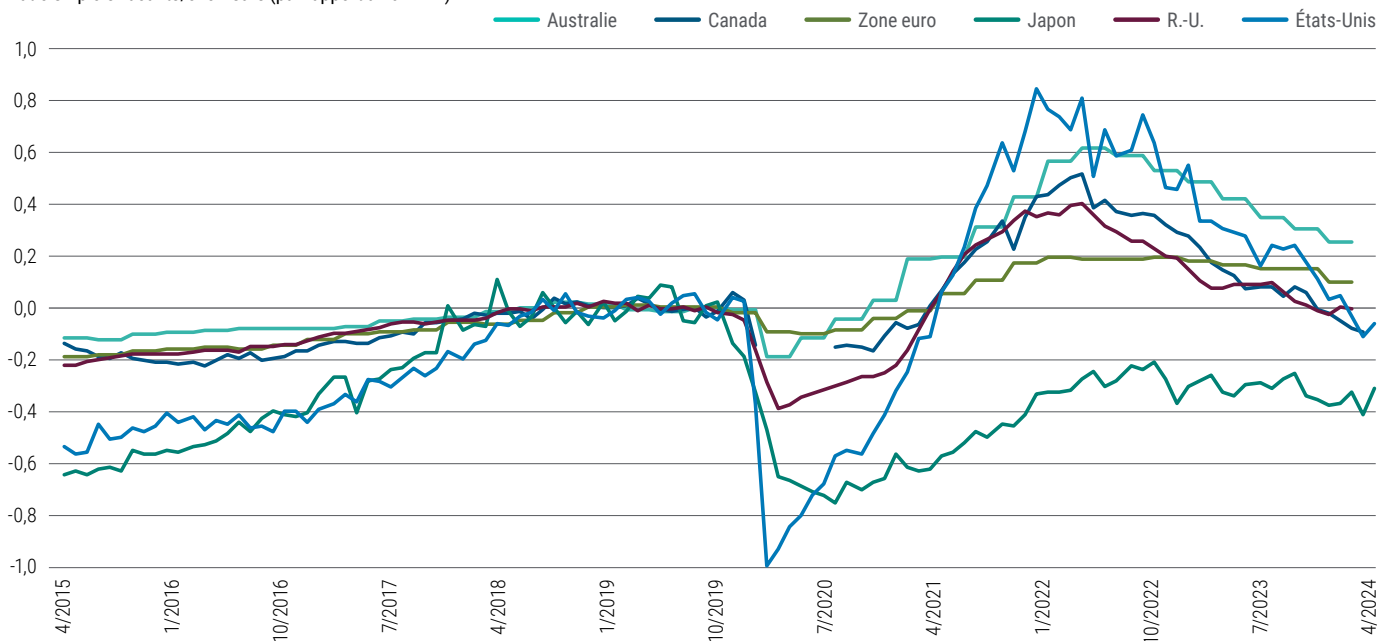
LA POLITIQUE MONÉTAIRE SE NORMALISE...

Une inflation et une croissance plus résilientes aux États-Unis expliquent pourquoi la Réserve fédérale a entamé son cycle de baisse des taux plus tardivement que d'autres banques centrales. Des indicateurs prospectifs suggèrent néanmoins que l'inflation pourrait se rapprocher davantage de l'objectif de 2 % de la Fed en 2025. Les facteurs qui sous-tendent ces perspectives sont l'inflation des coûts unitaires de la main-d'œuvre (qui s'approche des 2 %), un ratio emplois vacants/chômeurs inférieur aux niveaux de 2019 (voir Figure 2) et un taux de chômage en hausse qui risque de dépasser la zone de confort de la Fed se situant autour de 4,2 %.

Ailleurs dans le monde développé, la faiblesse de la demande, l'assouplissement des marchés du travail et l'ancrage des anticipations d'inflation présagent également d'un retour de l'inflation autour de l'objectif en 2025. Au Canada, elle pourrait même passer en dessous des niveaux cibles, alors que les indicateurs du marché du travail australiens signalent des progrès plus lents dans le pays.

Figure 2 : tout comme l'inflation, les marchés du travail sont proches de leurs niveaux de 2019

Ratio emplois vacants/chômeurs (par rapport à 2019 = 1)



Source : diverses agences statistiques internationales, Haver Analytics, et calculs de PIMCO au moins d'août 2024

Dans ce contexte, les banques centrales, et la Fed en particulier, s'efforcent de ramener les taux de politique monétaire à des niveaux considérés comme neutres. Les banquiers centraux des marchés développés devraient ainsi réduire leurs taux de 175 à 225 points de base (pb) en 2025.

La Banque du Japon (BOJ), dont le taux directeur reste inférieur aux estimations neutres, fait toujours figure d'exception. Nous nous attendons à ce qu'elle poursuive le relèvement graduel de ses taux malgré la volatilité récente et la vigueur du yen. Le Japon est la seule économie où l'inflation élevée a fait grimper les anticipations d'inflation, alors que l'inflation salariale reste ferme.

... MAIS QUE PEUT-ON QUALIFIER DE NORMAL ?

Les conditions économiques des marchés développés n'ont jamais été aussi proches de ce qu'elles étaient en 2019, avant la pandémie. Se pose alors aujourd'hui la question suivante : « À quoi ressemble une politique monétaire dite normale ? »

Parmi les facteurs qui pourraient favoriser un taux neutre un peu plus élevé qu'il y a dix ans, on peut citer les niveaux d'endettement plus élevés des gouvernements, les dépenses de défense potentiellement plus importantes, les bilans généralement plus solides du secteur privé et les besoins d'investissement accrus associés aux transformations mondiales séculaires, comme le réalignement des relations commerciales et le développement rapide de l'IA.

Toutefois, les tendances à long terme sur le plan démographique et des écarts de richesse, de même que l'incertitude qui plane sur le rythme et l'ampleur des cycles d'investissement nous poussent à maintenir notre estimation du taux réel neutre à long terme dans une fourchette de 0 à 1 %, comme nous l'expliquons en détail dans nos dernières *Perspectives séculaires*, intitulées « Des rendements plus intéressants ». Ceci suggère un taux directeur nominal neutre de l'ordre de 2 à 3 %. Lorsque nous avons publié ces *Perspectives séculaires* en juin dernier, il nous avait semblé peu probable, au vu des prix de marché à ce moment-là, que le taux directeur neutre chute sous les 4 %. Depuis, les prix du marché ont évolué vers des niveaux plus conformes à nos attentes.

Compte tenu de l'incertitude qui entoure le niveau des taux directeurs neutres, il est naturel que les banques centrales se

lancent dans une série de baisses de taux pour voir comment leurs économies réagissent. Si la croissance s'accélère à nouveau et que des risques inflationnistes réapparaissent, les banques centrales pourront toujours interrompre ou ralentir l'assouplissement. Dans le cas contraire, si la croissance s'écroule ou si l'emploi vacille, elles pourront réduire leurs taux plus agressivement. Plusieurs scénarios peuvent en effet justifier une baisse des taux par les banques centrales.

RISQUES ET INCERTITUDES

Les risques pesant sur les perspectives mondiales ont été redistribués. La menace inflationniste s'est éloignée – sans toutefois disparaître – à la faveur d'un rééquilibrage de l'offre et la demande, sur les marchés du travail notamment. La croissance ralentit. Si notre scénario central exclut la possibilité d'une récession dans les marchés développés, les risques nous semblent quelque peu élevés par rapport à la fréquence moyenne historique. À noter que d'autres scénarios tablent sur une croissance économique plus résiliente et une ré-accélération de l'inflation.

Aux États-Unis, le risque est surtout que le ralentissement de l'activité et de la croissance du marché de l'emploi alimente des cycles qui s'auto-entretiennent, entraînant au final un repli plus prononcé. La situation semble plus stable dans les autres marchés développés. Mais la croissance y est toujours fragile, ce qui les rend plus sensibles aux chocs négatifs liés par exemple à des incidents de marché ou à une escalade des tensions géopolitiques.

La récession ne figure pas dans notre scénario central, mais les risques sont quelque peu élevés par rapport à la probabilité moyenne généralement observée.

La Chine connaît ses propres défis. Son modèle de croissance, très dépendant des exportations et des investissements dans le secteur manufacturier, semble atteindre ses limites. Le pays se heurte à une surabondance de l'offre de logements, à une faible demande des consommateurs et à une intensification des tensions commerciales. En réponse, le gouvernement chinois a

introduit récemment des mesures destinées à stimuler les prix des actifs et à limiter la baisse des prix du logement.

Mais l'efficacité de ces mesures pourrait dépendre d'un retour de la confiance et de la capacité du gouvernement à offrir un soutien direct plus large aux ménages. Une réponse budgétaire est également possible et pourrait donner un joli coup de pouce à la croissance au cours des deux prochains trimestres.

Nous prévoyons un ralentissement de la croissance chinoise à 4-4,5 % en 2025, contre 5 % en 2023 et 2024, alors que le pays continue d'exporter de la déflation aux quatre coins du globe. La demande de matières premières, en particulier dans le secteur de la construction, pourrait dans une certaine mesure profiter des politiques annoncées récemment, mais il est peu probable qu'elle augmente autant que lors des cycles précédents, compte tenu des contrôles exercés sur l'offre de nouveaux logements.

Les risques géopolitiques demeurent une source d'incertitude importante, qu'il s'agisse des conflits au Moyen-Orient et en Ukraine ou des différentes élections qui se profilent dans plusieurs pays à notre horizon cyclique, avec de réelles implications sur le sentiment général du marché et certains pays et secteurs spécifiques.

Citons à cet égard la présidentielle américaine, dont les conséquences s'annoncent décisives sur le plan politique :

- Quel que soit le parti qui en sortira vainqueur, les déficits américains seront les grands perdants de ce scrutin. La réforme fiscale dominera les débats l'année prochaine, lorsque les dispositions de la loi sur l'emploi et les réductions d'impôts (Tax Cuts and Jobs Act) de 2017 expireront. Nous anticipons peu de mesures de relance budgétaire supplémentaires, étant donné le manque de marge de manœuvre budgétaire et la probabilité que l'élection accouche de majorités étroites ou d'un gouvernement divisé. Une consolidation budgétaire ne nous semble toutefois pas envisageable non plus. Les déficits annuels devraient rester élevés (6 à 7 % du PIB) en

l'absence de tout nouveau changement de politique, en raison d'un manque de volonté du gouvernement de réduire les dépenses sociales automatiques et d'un manque de compensations permettant de financer la prolongation de la plupart des réductions d'impôts prévues par la loi de 2017. Voilà qui soutient notre thèse pariant sur une pentification de la courbe des taux aux États-Unis.

- L'orientation des droits de douane semble toute tracée elle aussi, quelle que soit l'issue de l'élection. À ceci près que le potentiel disruptif des politiques commerciales à l'échelle mondiale pourrait être plus élevé dans le cas d'un second mandat de l'ancien président Donald Trump, tandis que la vice-présidente actuelle, Kamala Harris, semble plus encline à poursuivre l'approche actuelle, plus ciblée, si elle devait être élue. À court terme, l'augmentation des droits de douane sera probablement inflationniste et elle freinera la croissance. Au niveau domestique, les droits de douane pourraient rendre les investissements en actifs corporels plus coûteux, nuire aux secteurs d'exportation en les rendant moins compétitifs et peser sur la demande. Leurs effets pourraient être inflationnistes aussi pour les proches partenaires commerciaux des États-Unis – dans la mesure où leurs gouvernements érigeraient des barrières similaires en retour – mais déflationnistes ailleurs, dès lors qu'un ralentissement de la croissance mondiale découlant d'une hausse de l'incertitude commerciale serait susceptible de peser sur les matières premières, tandis que les biens initialement destinés aux marchés américains pourraient être redirigés vers d'autres pays. Tout ceci pourrait créer un environnement économique difficile pour la Fed. Les responsables monétaires devront garder à l'esprit que la hausse de l'inflation à court terme (à mesure que les coûts supplémentaires liés aux droits de douane se répercuteront sur les consommateurs) risque d'accroître les anticipations d'inflation, malgré les risques baissiers qui pèsent sur la croissance avec le recul des revenus réels.

Implications en termes d'investissement : des conditions favorables pour les obligations de qualité supérieure

L'incertitude, la dispersion mondiale et la volatilité potentielle créent un terreau fertile pour les investisseurs obligataires actifs, d'autant que la baisse des taux d'intérêt donne un coup de pouce aux obligations. Historiquement, les obligations ont tendance à bien se comporter en cas d'atterrissage en douceur et encore mieux en cas d'atterrissage plus difficile. Elles ont récemment renoué avec leur traditionnelle relation inverse avec les actions, offrant aux portefeuilles des avantages en termes de diversification et de couverture. En outre, les obligations nous semblent peu coûteuses par rapport à d'autres actifs, tels que les actions.

Les courbes de taux devraient selon nous continuer de se pentifier – à l'instar de ce qui s'est produit lors des cycles d'assouplissement précédents – à mesure que la Fed et les autres banques centrales poursuivront leurs baisses des taux à court terme. Bien que la récession ne constitue pas notre scénario de base, les risques économiques demeurent une source d'incertitude dans un contexte de ralentissement de la croissance aux États-Unis. Les risques sont aggravés par les incertitudes entourant les élections américaines qui se profilent, notamment en ce qui concerne les perspectives pour le commerce mondial. Dans ce contexte, il convient d'adopter une approche prudente en matière de dimensionnement des positions et de maintenir la flexibilité des portefeuilles.

Historiquement, les obligations ont tendance à bien se comporter en cas d'atterrissage en douceur et encore mieux en cas d'atterrissage plus difficile.

TAUX ET COURBE

Le niveau actuel des rendements des bons du Trésor américain nous paraît globalement raisonnable. Le segment à cinq ans de la courbe de taux semble particulièrement attrayant, tant

aux États-Unis que dans les autres marchés développés. Avec l'abaissement des taux directeurs par les banques centrales apparaît un risque de réinvestissement pour les liquidités et les autres instruments à court terme. Nous préférons sécuriser les rendements attractifs des obligations à durée intermédiaire, qui peuvent bénéficier de l'appréciation des prix et ont historiquement tendance à bien se comporter pendant les cycles de baisse des taux. Par ailleurs, nous restons prudents en ce qui concerne les obligations à durée longue, dans la mesure où les déficits publics élevés pourraient entraîner une hausse des rendements à long terme au fil du temps.

Le rythme anticipé de l'assouplissement de la Fed, intégré dans la partie courte de la courbe, semble raisonnable, compte tenu des conditions économiques actuelles et de la baisse initiale d'un demi-point opérée par la Fed en septembre. Les attentes concernant le taux final semblent également raisonnables eu égard à notre vision de base du taux neutre à long terme (0 %–1 %), comme indiqué ci-dessus, même si nous restons attentifs aux potentiels risques d'événements inflationnistes extrêmes. En cas de récession, il est possible que les taux finaux baissent de manière considérable.

Les marchés des obligations et des actions ont renoué avec leur traditionnelle relation inverse – ce qui signifie que la corrélation entre la durée (qui mesure le risque de taux d'intérêt) et les actions est négative – de sorte que les obligations apportent aux portefeuilles une couverture plus efficace contre les baisses des marchés d'actions. Cela peut être particulièrement important dans un contexte de risques géopolitiques en hausse. L'étoffement de l'allocation aux obligations indexées sur l'inflation est une option séduisante, étant donné le prix attractif d'une protection contre l'inflation, avec des rendements attrayants à la fois en termes réels (corrégés de l'inflation) et en termes nominaux.

PERSPECTIVES DU CRÉDIT

Nous maintenons une position prudente à l'égard du crédit d'entreprises en raison du resserrement des valorisations et des risques relativement élevés de récession. À ce stade du cycle, nous préférons les produits structurés et les produits de crédit de qualité supérieure au crédit de qualité inférieure, et mettons l'accent sur la liquidité, la flexibilité et un positionnement solide face à d'éventuels ralentissements macroéconomiques.

De manière générale, nous privilégions les crédits de haute qualité (investment grade). Nos critères sont très élevés lorsqu'il s'agit d'envisager une qualité de crédit moindre, en particulier dans les portefeuilles dont les indices de référence sont de grande qualité. Ailleurs sur les marchés du crédit, nous nous méfions de la détérioration des conditions de protection dans les crédits à effet de levier, ce qui pourrait conduire à des taux de recouvrement plus faibles en cas de chocs idiosyncratiques ou systémiques.

Les titres adossés à des créances hypothécaires d'agence (MBS) semblent être valorisés de manière attrayante et constituent une alternative liquide et à prix raisonnable au crédit d'entreprise pour les investisseurs en mesure de tolérer une volatilité à court terme occasionnelle.²

Sur les marchés du crédit non coté, nous pensons qu'un excès de croissance et de complaisance risque d'entraîner une baisse des rendements futurs par rapport aux niveaux de rendement actuels. L'importante formation de capital a entraîné un affaiblissement des protections des prêteurs et une moindre compensation de l'illiquidité par rapport à des rendements similaires disponibles pour les gestionnaires actifs sur les marchés du crédit coté.

Selon nous, de nombreux emprunteurs à taux variable de moindre qualité sur les marchés privés sont plus vulnérables face à la faiblesse de l'économie et aux variations des taux d'intérêt que ne le suggèrent les prix du marché. Lorsque la Fed abaissera ses taux pour éviter une récession, les coupons à taux variable diminueront probablement de manière significative. Cela signifie que les rendements baisseront au moment même où les risques économiques et de crédit

augmenteront, ce qui pourrait profiter aux emprunteurs mais nuire aux investisseurs. Cela pourrait également être la première fois que ces marchés sont mis à l'épreuve face à des scénarios de ralentissement économique.

Dans ce contexte, il est possible que les investisseurs perçoivent aujourd'hui une compensation inadéquate pour les risques liés au crédit d'entreprise du non coté de moindre qualité, notamment par rapport aux opportunités de rendement excédentaire attrayantes offertes par des formes de crédit plus liquides ou par des opportunités également moins liquides dans le domaine des prêts adossés à des actifs.

La disruption des modèles économiques des banques crée des points d'entrée attrayants pour les capitaux privés dans toute une série d'opportunités sur le segment du financement adossé à des actifs, y compris les actifs liés à la consommation (par exemple, les prêts hypothécaires résidentiels, les prêts étudiants) et les actifs non liés à la consommation (par exemple, l'aviation, l'équipement). Par rapport aux marchés du crédit privé aux entreprises, nous estimons que de nombreuses opportunités dans le financement adossé à des actifs bénéficient d'un mix de valorisations initiales attrayantes et de fondamentaux favorables, en particulier dans les domaines liés au bilan de meilleure qualité des consommateurs. Ces marchés sont également moins encombrés en termes relatifs, car la formation de capital au niveau des prêts privés adossés à des actifs reste infiniment plus rare que sur les marchés des prêts aux entreprises aux États-Unis et en Europe.

Les marchés de l'immobilier privé devraient selon nous bientôt atteindre un plancher, mais la reprise sera plus lente que lors des cycles précédents. Nous privilégions les investissements dans les infrastructures de données et les opportunités liées à la dette par rapport aux actions, compte tenu des valorisations actuelles. Nous mettons l'accent sur les secteurs et les actifs liés aux infrastructures de données, à la logistique, aux entrepôts et sur certains actifs du segment de l'habitat collectif.

2 Ibid.

PERSPECTIVES MONDIALES

Compte tenu de la dispersion des perspectives économiques et des politiques des banques centrales, nous privilégions les positions sur la durée au Royaume-Uni et en Australie, où le niveau final des cycles des banques centrales (voir Figure 3) semble encore quelque peu élevé par rapport aux États-Unis, à la zone euro et à d'autres marchés mondiaux.

Dans la zone euro, l'évaluation du taux final de la Banque centrale européenne par le marché semble raisonnable, mais il existe une certaine incertitude quant à la rapidité du cycle d'assouplissement. Dans l'ensemble, nous adoptons un positionnement neutre sur la durée, mais nous privilégions les positions tablant sur une pentification de la courbe étant donné l'aplatissement de la courbe entre les points à 10 et 30 ans.

En ce qui concerne les devises, nous préférons sous-pondérer le dollar américain, compte tenu du risque de fléchissement lié à la baisse des taux de la Fed, tout en diversifiant nos positions sur les marchés émergents et développés. Il convient toutefois d'être prudent dans le dimensionnement des positions, compte tenu des incertitudes qui entourent les élections américaines.

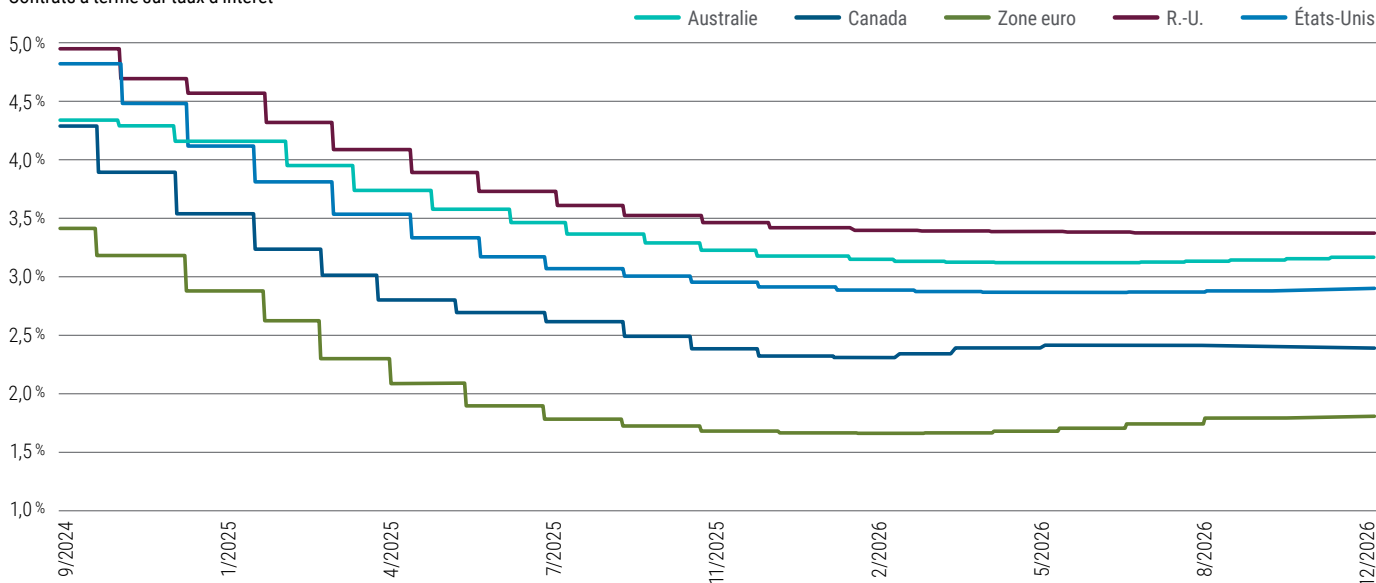
La stabilité ou le recul du dollar américain, dans un contexte de cycles de baisse des taux sur les marchés développés, devrait permettre aux banques centrales des marchés émergents de réduire également leurs taux. Alors que la Fed maintenait le statu quo nombre de ces banques centrales ont dû maintenir des taux plus élevés que ne l'exigerait normalement une inflation domestique faible.

Nous préférons investir dans des marchés dont les courbes de taux sont pentues et dont les conditions politiques sont stables ou en voie d'amélioration, comme l'Afrique du Sud et le Pérou. La Turquie reste également intéressante dans la mesure où elle se tourne actuellement vers une plus grande orthodoxie économique. L'environnement mondial favorable que nous prévoyons devrait continuer à soutenir les spreads de la dette extérieure des marchés émergents.

Certaines matières premières peuvent contribuer à la diversification des portefeuilles et offrir une certaine couverture contre les risques d'inflation. L'évolution du paysage mondial continue de soutenir l'or et les métaux précieux, les banques centrales des marchés émergents étoffant leurs réserves d'or à tour de bras depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Entre-temps, la volonté de l'OPEP+ de réintroduire de l'offre sur le marché et les inquiétudes concernant la demande mondiale de transport ont limité la hausse des prix du pétrole, alors même que les récents événements au Moyen-Orient et en Ukraine soulignent la fragilité des chaînes d'approvisionnement mondiales. Le cycle de dépenses d'investissement lié à la transition énergétique soutient également les prix des métaux de base, bien que les risques de baisse de la croissance en Chine persistent et posent problèmes.

Figure 3 : Les attentes du marché varient pour les trajectoires et les niveaux finaux des taux directeurs des banques centrales

Contrats à terme sur taux d'intérêt



Source : données de Bloomberg et calculs de PIMCO au 30 septembre 2024

À propos de nos forums

PIMCO est un leader mondial dans la gestion obligataire active, jouissant d'une expertise de pointe sur les marchés de la dette cotée et non cotée. Notre processus d'investissement se fonde sur nos Forums séculaires et cycliques. Quatre fois par an, nos spécialistes de l'investissement venus du monde entier se réunissent pour débattre de la situation sur les marchés mondiaux et de l'économie mondiale, ainsi que pour identifier les tendances qui auront, selon nous, d'importantes implications en termes d'investissement. Lors de ces échanges nourris, nous appliquons les principes de la science comportementale afin de maximiser l'échange d'idées, de remettre en question nos hypothèses, de contrer les biais cognitifs et de générer des opinions inclusives.

Lors du Forum séculaire, qui se tient une fois par an, nous nous concentrons sur les perspectives des cinq prochaines années, ce qui nous permet de positionner les portefeuilles pour qu'ils profitent des évolutions et des tendances structurelles de l'économie mondiale. Parce que nous pensons que la diversité des idées favorise la performance des investissements, des intervenants prestigieux (économistes lauréats du Prix Nobel, responsables politiques, investisseurs et historiens) sont invités à apporter des perspectives précieuses et pluridimensionnelles à nos débats. Nous bénéficions également de la participation active du Conseil consultatif mondial de PIMCO, une équipe d'experts de renommée mondiale en matière économique et politique.

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

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

Tout investissement comporte un risque et peut perdre de sa valeur. L'investisseur sur le **marché obligataire** s'expose à certains risques, au nombre desquels un risque de marché, de taux, de signature, de crédit, d'inflation et de liquidité. La valeur de la plupart des obligations et stratégies obligataires est affectée par les variations de taux d'intérêt. Les obligations et les stratégies obligataires assorties de sensibilités plus longues ont tendance à être plus sensibles et plus volatiles que celles qui affichent des sensibilités plus courtes. De façon générale, les prix des obligations chutent quand les taux d'intérêt augmentent, un risque renforcé par les contextes de taux d'intérêt bas. La réduction des capacités des contreparties obligataires peut contribuer à un assèchement de la liquidité sur le marché et à une volatilité accrue au niveau des prix. La valeur des investissements obligataires peut être supérieure ou inférieure à leur coût d'achat à la date de cession. Les **obligations indexées sur l'inflation (OII)** émises par un gouvernement sont des titres à revenu fixe dont la valeur de remboursement est ajustée périodiquement en fonction du taux d'inflation. Les OII perdent de la valeur lorsque les taux d'intérêt réels augmentent. Les **titres adossés à des hypothèques et à des actifs** peuvent être sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt et soumis au risque de remboursement anticipé. S'ils sont généralement garantis par des gouvernements, des agences gouvernementales ou des entités privées, rien ne dit que ces derniers honoreront leurs engagements. Les 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 **produits structurés**, par exemple de type CDO (Collateralized Debt Obligations), CPPI (Constant Proportion Portfolio Insurance) ou CPDO (Constant Proportion Debt Obligations), sont des instruments complexes, comportant généralement un degré de risque élevé et destinés uniquement aux investisseurs qualifiés. Leur utilisation peut impliquer des instruments dérivés susceptibles de générer une perte supérieure au montant du principal investi. La valeur de marché peut également être affectée par l'évolution de l'environnement économique, financier et politique (y compris, mais sans s'y limiter, des taux d'intérêt et de change au comptant et à terme), l'échéance, le marché et la qualité de crédit d'un émetteur. Le **crédit privé** implique un investissement dans des titres non cotés en bourse qui peuvent être sujets à un risque d'illiquidité. Il se peut que les portefeuilles qui investissent dans le crédit privé fassent appel à l'effet de levier et qu'ils adoptent des pratiques d'investissement spéculatives accroissant le risque de perte d'investissement. L'investissement dans des **titres libellés en devise étrangère et/ou domiciliés à l'étranger** peut entraîner des risques plus élevés en raison des fluctuations de change et des risques économiques et politiques potentiellement plus élevés dans les marchés émergents. Les **taux de change** peuvent fluctuer sensiblement sur de courtes périodes et réduire les performances d'un portefeuille. Les **matières premières** comportent des risques accrus, parmi lesquels les risques de marché, politiques, réglementaires et environnementaux, et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Le **risque de gestion** est le risque que les techniques d'investissement et les analyses de risque utilisées par un gérant ne produisent pas les résultats attendus et que certaines politiques ou certains développements puissent affecter les techniques d'investissement à la disposition du gérant pour mettre en œuvre sa stratégie. La **qualité de crédit** d'un titre ou d'un groupe de titres ne garantit en rien la stabilité ou la protection du portefeuille dont ils font partie. La **diversification** ne constitue pas une garantie contre les pertes.

Les prévisions, estimations, ainsi que certaines informations contenues dans le présent document s'appuient sur des recherches internes et ne doivent nullement être interprétées comme un conseil d'investissement, une offre ou une invitation, ni comme un achat ou une vente d'un instrument financier quel qu'il soit. Les prévisions et estimations comportent quelques limites inhérentes et, contrairement à un historique de performance, ne reflètent pas les échanges, les contraintes de liquidité, les commissions et/ou autres coûts effectifs. Par ailleurs, les références à des résultats futurs ne peuvent être interprétées comme une estimation ou une promesse de résultats pour le portefeuille d'un client.

Les déclarations concernant les tendances des marchés financiers ou les stratégies de portefeuille se fondent sur les conditions de marché actuelles, qui peuvent fluctuer. Rien ne permet de garantir que ces stratégies d'investissement fonctionneront dans toutes les situations du marché ni qu'elles conviendront à tous les investisseurs. Chaque investisseur doit évaluer sa capacité à investir dans une optique à long terme, surtout en période de repli du marché. Il est recommandé aux investisseurs de consulter leur professionnel de l'investissement avant de prendre toute décision en matière d'investissement. Les perspectives et stratégies sont sujettes à modification, sans notification préalable.

La **corrélation** est une mesure statistique calculant le comportement de deux titres l'un par rapport à l'autre. La **sensibilité** mesure la sensibilité du prix d'une obligation aux taux d'intérêt et s'exprime en années.

Ce document contient les opinions actuelles du gérant, lesquelles sont sujettes à modification sans notification préalable. Le présent document est distribué à titre d'information uniquement et ne doit nullement être considéré comme un conseil en investissement ou une recommandation relative à quelque valeur mobilière, stratégie ou produit d'investissement que ce soit. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources réputées fiables, mais ne sauraient être garanties.

De manière générale, PIMCO fournit des services à des institutions qualifiées, à des intermédiaires financiers et à des investisseurs institutionnels. Les investisseurs individuels doivent contacter leur propre professionnel de la finance pour déterminer les options de placement les plus appropriées à leur situation financière. Ce document ne doit en aucun cas être interprété comme une offre à une quelconque personne établie dans une juridiction où cette offre serait illégale ou interdite. **PIMCO Europe Ltd (n° d'enregistrement 2604517, 11 Baker Street, Londres W1U 3AH, Royaume-Uni)** est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA) (12 Endeavour Square, Londres E20 1JN) au Royaume-Uni. Les services fournis par PIMCO Europe Ltd ne sont pas disponibles pour les investisseurs particuliers, qui ne doivent pas se fier à cette communication mais contacter leur conseiller financier. **PIMCO Europe GmbH (n° d'enregistrement 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Munich, Allemagne)**, **PIMCO Europe GmbH Italian Branch (n° d'enregistrement 10005170963, Via Turati nn. 25/27 (angolo via Cavaliere n. 4) 20121 Milan, Italie)**, **PIMCO Europe GmbH Irish Branch (n° d'enregistrement 909462, 57B Harcourt Street, Dublin D02 F721, Irlande)**, **PIMCO Europe GmbH UK Branch (n° d'enregistrement FC037712, 11 Baker Street, Londres W1U 3AH, Royaume-Uni)**, **PIMCO Europe GmbH Spanish Branch (N.I.F. W2765338E, Paseo de la Castellana 43, Oficina 05-111, 28046 Madrid, Espagne)** et **PIMCO Europe GmbH French Branch (n° d'enregistrement 918745621 R.C.S. Paris, 50-52 Boulevard Haussmann, 75009 Paris, France)** sont autorisées et réglementées par l'Autorité fédérale de supervision financière (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Francfort-sur-le-Main) en Allemagne, conformément à la Section 15 de la loi allemande sur les institutions de valeurs mobilières (WpIG). Les succursales italienne, irlandaise, britannique, espagnole et française sont en outre soumises à la supervision de : (1) succursale italienne : la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) (Giovanni Battista Martini, 3 - 00198 Rome), conformément à l'article 27 de la loi financière consolidée italienne ; (2) succursale irlandaise : la Banque centrale d'Irlande (New Wapping Street, North Wall Quay, Dublin 1 D01 F7X3), conformément au règlement 43 du règlement de l'Union européenne (marchés d'instruments financiers) de 2017, tel que modifié ; (3) succursale britannique : la Financial Conduct Authority (FCA) (12 Endeavour Square, Londres E20 1JN) ; (4) succursale espagnole : la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (Edison, 4, 28006 Madrid), conformément aux obligations énoncées dans les articles 168 et 203 à 224, ainsi qu'aux obligations énoncées dans la partie V, section I de la loi espagnole sur le marché des valeurs mobilières (LSM) et dans les articles 111, 114 et 117 du décret royal 217/2008, respectivement ; et (5) succursale française : l'ACPR/la Banque de France (4 Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09), conformément à l'article 35 de la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers et sous la surveillance de l'ACPR et de l'AMF. Les services fournis par PIMCO Europe GmbH sont réservés aux clients professionnels, tels que définis à la section 67, paragraphe 2, de la loi allemande relative à la négociation de valeurs mobilières (WpHG). Ils ne s'adressent pas aux investisseurs privés, auxquels la présente communication n'est d'ailleurs pas destinée. **PIMCO (Schweiz) GmbH (enregistrée en Suisse sous le numéro CH-020.4.038.582-2, Brandschenkestrasse 41 Zurich 8002, Suisse)**. Les services fournis par PIMCO (Schweiz) GmbH ne s'adressent pas aux investisseurs particuliers, auxquels la présente communication n'est d'ailleurs pas destinée et à qui il est conseillé de s'adresser à un conseiller financier. PIMCO est une marque d'Allianz Asset Management of America LLC aux États-Unis et ailleurs. © 2024