

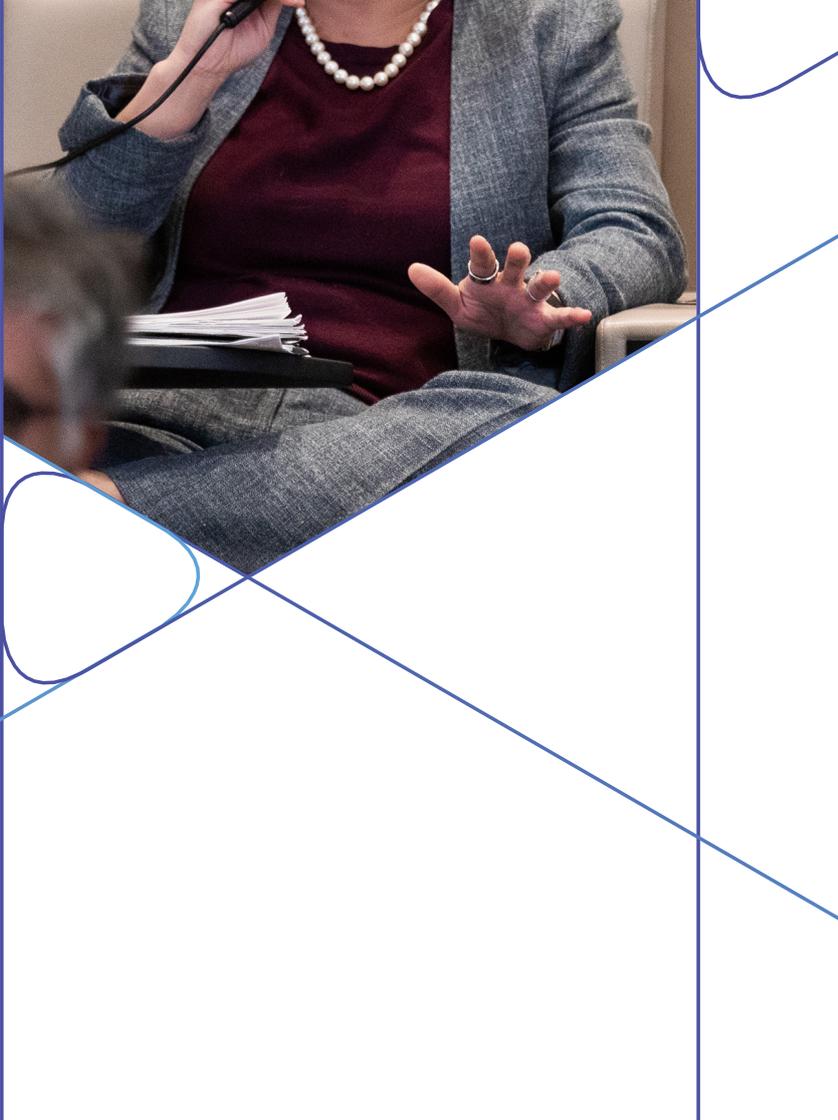


PERSPECTIVES
CONJONCTURELLES

AVRIL 2023

Des marchés fracturés dans un contexte obligataire solide

Les effets du resserrement des conditions financières commencent à se faire sentir, mettant en évidence le risque de récession tout en suggérant une toile de fond favorable aux obligations.



NOS ANTICIPATIONS

AUTEURS:

Tiffany Wilding
Directeur général
Économiste

Andrew Balls
Chief Investment Officer
Global Fixed Income

- L'histoire suggère que les effets économiques différés du resserrement de la politique des banques centrales arrivent à point nommé, mais toute normalisation ou même tout assouplissement de la politique nécessitera probablement une nouvelle baisse de l'inflation.
- La volatilité du secteur bancaire a fait naître la perspective d'un resserrement significatif des conditions de crédit, en particulier aux États-Unis, et donc le risque d'une récession plus précoce et plus profonde qu'anticipé.
- Compte tenu des niveaux de rendement actuels, les obligations peuvent offrir un équilibre intéressant entre génération de revenus et protection contre les risques économiques à la baisse, tandis que les bouleversements du marché créent des poches de valeur.

Pour les investisseurs, les périodes d'incertitude peuvent souligner l'importance d'une approche prudente.

Les efforts des banques centrales pour lutter contre l'inflation en relevant fortement les taux d'intérêt ont contribué à la récente volatilité du secteur financier, les effets du resserrement de la politique monétaire percolant avec un temps de retard sur les marchés et l'économie. Les taux directeurs maximums sont désormais susceptibles d'être plus bas que les marchés ne le prévoyaient auparavant. Mais la normalisation de la politique monétaire, puis son assouplissement à terme, prendront plus de temps et nécessiteront une baisse de l'inflation plus proche des niveaux cibles. Dans l'intervalle, le chômage risque d'augmenter.

Nous avons discuté des dernières opportunités et des derniers risques dans le paysage économique et d'investissement lors du Forum cyclique de PIMCO en mars à Newport Beach (pour plus d'informations sur nos forums, veuillez consulter [la page web Processus d'investissement de PIMCO](#)). Nous avons également discuté de la manière dont les risques géopolitiques pourraient affecter nos perspectives avec Michèle Flournoy, membre du PIMCO Global Advisory Board et experte en politique de défense et en sécurité nationale aux États-Unis. Nous avons poursuivi nos conversations dans le contexte des défis posés par le secteur bancaire et sommes parvenus à trois thèmes économiques principaux pour notre horizon de six à douze mois, que nous passons en revue dans la section suivante.

Les récentes faillites de banques américaines ont déclenché une vague de retraits de dépôts et une

réaction des autorités de régulation pour endiguer la contagion. En Europe, le stress a entraîné la cession de Credit Suisse et un choc sismique pour l'ensemble du système bancaire européen. Ces chocs sont susceptibles de ralentir la croissance du crédit en rendant les banques moins enclines à prêter, d'avancer toute récession et d'augmenter le risque d'une récession plus profonde.

Bien que nos forums aient lieu tous les trimestres, les récentes turbulences nous rappellent que les marchés ne fonctionnent pas selon un calendrier prévisible. Nous utilisons nos forums pour aller au-delà des interférences quotidiennes sur les marchés et voir les thèmes à plus grande échelle. Mais nous appliquons chaque jour une approche de l'investissement agile et collaborative. Nos dernières discussions ont mis en évidence toute l'importance de la vision prudente de la prise de risque qui a guidé nos portefeuilles modèles au cours des derniers forums cycliques.

D'une manière générale, nous pensons que les obligations continuent d'être attrayantes aux niveaux de rendement actuels, offrant un équilibre entre la génération de revenus et la protection contre les scénarios économiques défavorables. Nous préférons les investissements de meilleure qualité et plus liquides et évitons les secteurs de moindre qualité et plus sensibles à l'économie, tels que le crédit d'entreprise à taux variable, qui est le plus exposé aux effets d'une politique monétaire plus stricte. Nous commençons à voir des opportunités plus attrayantes dans les transactions *newer* sur les marchés privés, mais les prix des actifs existants ont été plus lents à s'ajuster que ceux des marchés publics, et un désendettement forcé est probable dans un monde où les taux de financement sont plus élevés.



Perspectives économiques : d'une trajectoire de hausse des taux à un point d'inflexion

Lorsque nous nous sommes réunis pour notre Forum cyclique trimestriel en mars, les grandes lignes de nos perspectives cycliques de janvier, "Marchés tendus, obligations fortes" sont restées en place. Nous nous attendions notamment à des récessions modestes sur les marchés développés, à mesure que les effets du resserrement de la politique monétaire se feraient sentir. Nous avons également discuté de la façon dont les nouveaux développements, y compris la réouverture plus rapide de la Chine, l'atténuation du choc énergétique en Europe et les révisions positives des données aux États-Unis, pourraient contribuer à une ré-accélération à court terme de la croissance du PIB réel.

Quelques jours plus tard cependant, la débâcle de Silicon Valley Bank (SVB) aux États-Unis et de Credit Suisse en Europe est venue jeter un voile d'ombre sur ces perspectives. Si chacune de ces banques faisait face à des situations qui leur étaient propres, leurs problèmes étaient également symptomatiques de vulnérabilités plus générales dans le secteur résultant d'une politique monétaire restrictive. Bien que l'impact macroéconomique de ces événements demeure finalement d'une ampleur incertaine, l'orientation est manifestement négative.

Conscients de ces incertitudes, nous avons poursuivi nos discussions et dressé plusieurs conclusions concernant les perspectives pour les six à douze prochains mois.

LES RISQUES D'UNE RÉCESSION PLUS PRÉCOCE ET PLUS SÉVÈRE ONT AUGMENTÉ

Faillites des banques, volatilité accrue des valeurs bancaires, augmentation du coût du capital et risque continu d'assister à une fuite des dépôts des petites et moyennes banques (PMB) américaines plus fragiles laissent entrevoir un resserrement significatif des conditions de crédit, en particulier aux États-Unis, et donc le risque d'une récession plus précoce et plus sévère.

Le resserrement du crédit accroît le risque d'une récession plus précoce et plus profonde qu'anticipé.



Les effets de la politique monétaire se produisent toujours avec un certain décalage. L'épisode que nous vivons révèle que le resserrement des conditions financières a un effet croissant sur le secteur bancaire et, par extension, sur l'activité économique, la demande et, au bout du compte, l'inflation.

La croissance du crédit devrait ralentir. Les échecs sont révélateurs de problèmes plus importants au niveau des PMB (dans le cas de SVB) qui se sont répercutés sur le secteur bancaire européen, Credit Suisse s'avérant particulièrement vulnérable en raison de ses problèmes de rentabilité et du processus de restructuration en cours au sein de la banque.

Aux États-Unis, les importantes pertes de portefeuille par rapport au capital Common Equity Tier 1, la fuite des dépôts et le rétrécissement des marges d'intérêt nettes sont autant de facteurs qui pèsent sur les PMB, essentielles à la croissance du crédit. En 2022, ces dernières représentaient environ 30 % des nouveaux crédits accordés aux entreprises et aux ménages américains, selon le Conseil de la Réserve fédérale américaine. Cette source de prêts est susceptible de ralentir, peut-être de manière substantielle, dès lors que dans un contexte d'augmentation des coûts de financement et d'un probable durcissement dans l'application des réglementations bancaires, les PMB se concentrent sur la gestion de leurs liquidités. Il est peu probable que les grandes banques, qui doivent se conformer aux réglementations plus exhaustives de la loi Dodd-Frank, viennent combler le manque au niveau des prêts aux petites entreprises à plus petite échelle et potentiellement plus risqués.

En Europe, la manière dont les autorités suisses ont orchestré le rachat de Credit Suisse par UBS – une modification en urgence de la loi en fin de semaine réduisant à zéro la valeur des obligations Additional Tier 1 (AT1) avant les fonds propres – soulève des questions quant au rôle des instruments AT1 et à leur position dans la structure du capital, ce qui augmentera probablement le coût du capital pour l'ensemble du secteur bancaire. Leurs homologues de la zone euro, du Royaume-Uni et d'ailleurs ont depuis déclaré publiquement qu'ils ne suivraient pas l'approche du gendarme suisse, mais l'épisode Credit Suisse constitue un précédent inquiétant qui pourrait modifier fondamentalement le modèle de financement des banques européennes.

Les événements récents conduiront probablement à une légère récession, dans le cas des États-Unis, et constitueront un vent contraire supplémentaire susceptible de plonger l'Europe dans la récession également. Dans la mesure où les banques – même les grandes enseignes nationales, avec leurs importantes réserves de capital Common Equity Tier 1 – pourraient souffrir d'une crise de confiance, nous pensons que le risque d'une récession plus marquée a certainement augmenté.

Néanmoins, nous avons de bonnes raisons de penser que le scénario de 2008 ne se reproduira pas. Les ménages disposent encore d'une épargne excédentaire, les ratios globaux de la dette des entreprises par rapport au PIB semblent gérables, les ratios intérêts/revenus restent faibles et, jusqu'à présent, les pertes bancaires ont globalement été une conséquence de la hausse des taux d'intérêt, qui réduit la valeur des actifs à long terme, et non pas de prêts risqués ou de défauts de crédit. Les plus grandes banques américaines d'importance systémique, dont la liquidité et le capital sont soumis à des tests de résistance réguliers, continuent d'afficher des finances saines et ont été les bénéficiaires des sorties de dépôts au niveau des banques de moindre envergure.

BANQUES CENTRALES : MOINS DE RESSERREMENT, MAIS UN ASSOULISSEMENT PLUS LENT

Tout cela pour dire que les banques centrales devront sans doute faire moins d'efforts pour obtenir le même résultat : un resserrement des conditions financières visant à brider la croissance du crédit, la demande et, finalement, l'inflation. Toutefois, l'absence de resserrement supplémentaire ne s'assimile pas à une normalisation ni même à un assouplissement de la politique, qui nécessitera selon nous un recul de l'inflation vers les objectifs des banques centrales.

Nous affirmions précédemment qu'il serait relativement facile de passer d'une inflation de 8 % à 4 % aux États-Unis, mais qu'il faudrait plus de temps pour passer de 4 % à 2 %, étant donné que les catégories les plus sensibles, liées à l'inflation des salaires, devraient se modérer plus lentement et en réponse à l'affaiblissement des marchés de l'emploi. Nous prévoyons toujours que l'inflation core de l'indice des prix à la consommation (IPC) aux États-Unis finira l'année 2023 à environ 3 %, soit toujours au-dessus de l'objectif d'inflation de 2 % de la Réserve fédérale américaine (Fed), alors qu'elle pourrait encore terminer l'année à un niveau plus élevé sur le Vieux continent.

Les banques centrales doivent probablement faire moins d'efforts pour obtenir le même résultat, à savoir le resserrement des conditions financières.

Les salaires, qui sont moins flexibles que les prix, ont généralement pris du retard par rapport à l'ajustement du niveau des prix. Dans les cycles passés, l'inflation salariale n'a commencé à décélérer matériellement qu'*un an* après le début d'une récession.

En octobre dernier, dans notre article *Cyclical Outlook*, "Tenir bon face à la pression", nous avons affirmé qu'une récession était probable en 2023 en raison des mesures agressives prises par les banques centrales pour lutter contre l'inflation. Notre point de vue était basé sur une analyse historique portant sur 70 ans et 14 économies développées, qui suggère que les effets économiques du resserrement des banques centrales pourraient devenir plus apparents vers le milieu de l'année 2023. Selon cette analyse, historiquement, l'écart de production a eu tendance à se détériorer 1,5 à 2 ans après le début d'un cycle de randonnée, et la récession et l'augmentation du chômage ont eu tendance à débuter environ 2 à 2,5 ans après le début du cycle. L'évolution du présent cycle semble globalement conforme à cette chronologie historique.

Les récents développements signifient probablement que la Fed est proche de la fin - ou peut-être déjà terminée - de l'augmentation de son taux directeur juste en dessous de 5 %. Cependant, toute action visant à réduire les taux dépendra probablement de l'évolution de l'arbitrage entre la stabilité financière et les risques d'inflation. Étant donné que l'inflation ne devrait se modérer que lentement, toute action visant à normaliser ou même à assouplir la politique devrait également être retardée.

Les décalages inflationnistes sont probablement plus longs dans la zone euro, ce qui devrait contraindre la Banque centrale européenne (BCE) à poursuivre son cycle de relèvement plus longtemps que la Fed. L'inflation en Europe accuse un retard d'environ deux trimestres sur celle des États-Unis en ce qui concerne les prix, et plus long encore au niveau des salaires. La hausse des prix du gaz, l'affaiblissement de la devise et la plus grande rigidité du marché du travail sont autant de facteurs suggérant une période plus longue d'inflation élevée en Europe. Par conséquent, un taux directeur terminal de 3,5 % à 4 % au niveau de la BCE nous semble raisonnable.

Enfin, les régions qui dépendent moins des prêts hypothécaires à taux fixe et de longue durée pour financer l'achat de logements, comme le Canada, la Nouvelle-Zélande et l'Australie, sont moins touchées par les problèmes qui affectent les banques régionales américaines. La transmission de la politique monétaire y fonctionne en augmentant les coûts des ménages par le biais d'une répercussion plus importante des taux directs. Néanmoins, la dépendance de la Nouvelle-Zélande et de l'Australie à l'égard des financements extérieurs et les liens commerciaux étroits du Canada avec les États-Unis augmentent le risque de contagion. L'économie japonaise, quant à elle, est relativement isolée, et nous continuons de penser que la Banque du Japon se départira de sa politique de contrôle de la courbe des taux.

POLITIQUE FISCALE ET RÉGLEMENTATION : L'ACCENT MIS SUR L'ALÉA MORAL?

Compte tenu d'une inflation toujours élevée, d'une dette publique importante et de la conviction largement répandue selon laquelle la réponse à la pandémie est à l'origine de l'environnement inflationniste actuel, il est peu probable qu'une nouvelle réponse budgétaire de grande ampleur soit apportée aux tensions bancaires supplémentaires et aux risques croissants de récession, à moins que les implications économiques ne soient claires et graves. Les réponses politiques interviendront sans doute avec un temps de décalage et de manière moins incisive.

C'est particulièrement vrai aux États-Unis, où la pression politique pourrait renforcer la rigueur de la mise en œuvre des réglementations bancaires par la Fed, en particulier en dehors des

Il est peu probable que les tensions bancaires et les risques croissants de récession fassent l'objet d'une nouvelle réponse budgétaire de grande ampleur.

plus grandes banques d'importance systémique, ce qui limiterait les prêts. La Fed pourrait également renforcer les normes réglementaires applicables aux grandes banques régionales lorsque cela est possible.

En outre, le gouvernement américain étant divisé, il sera probablement difficile pour le Congrès de adopter une législation (même temporaire) visant à restaurer la confiance dans le secteur bancaire, par exemple en augmentant les plafonds d'assurance de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Toutefois, si d'autres petites banques venaient à faire faillite, nous pensons que la FDIC et la Fed invoqueraient l'exception relative au risque systémique pour créer un programme d'assurance des dépôts de ces banques.

Si la politique budgétaire a été quelque peu assouplie en Europe et au Royaume-Uni – dans le but de protéger les entreprises et les ménages contre la hausse des prix de l'énergie et de répondre aux programmes de subvention « verts » instaurés par la loi américaine sur la réduction de l'inflation –, l'inflation élevée et la dette publique sont également susceptibles de limiter toute réponse budgétaire dans ces pays.

Implications en termes d'investissement : la prudence avant tout

Les environnements incertains ont tendance à être favorables aux titres obligataires, en particulier après que la réévaluation généralisée du marché de l'année dernière a poussé les niveaux de rendement actuels – qui constituent historiquement un bon baromètre des performances – sensiblement à la hausse. Nous pensons que les obligations sont en passe de présenter davantage de leurs qualités traditionnelles de diversification et de préservation du capital, avec un potentiel de performance à la hausse en cas de nouvelle détérioration de l'économie.

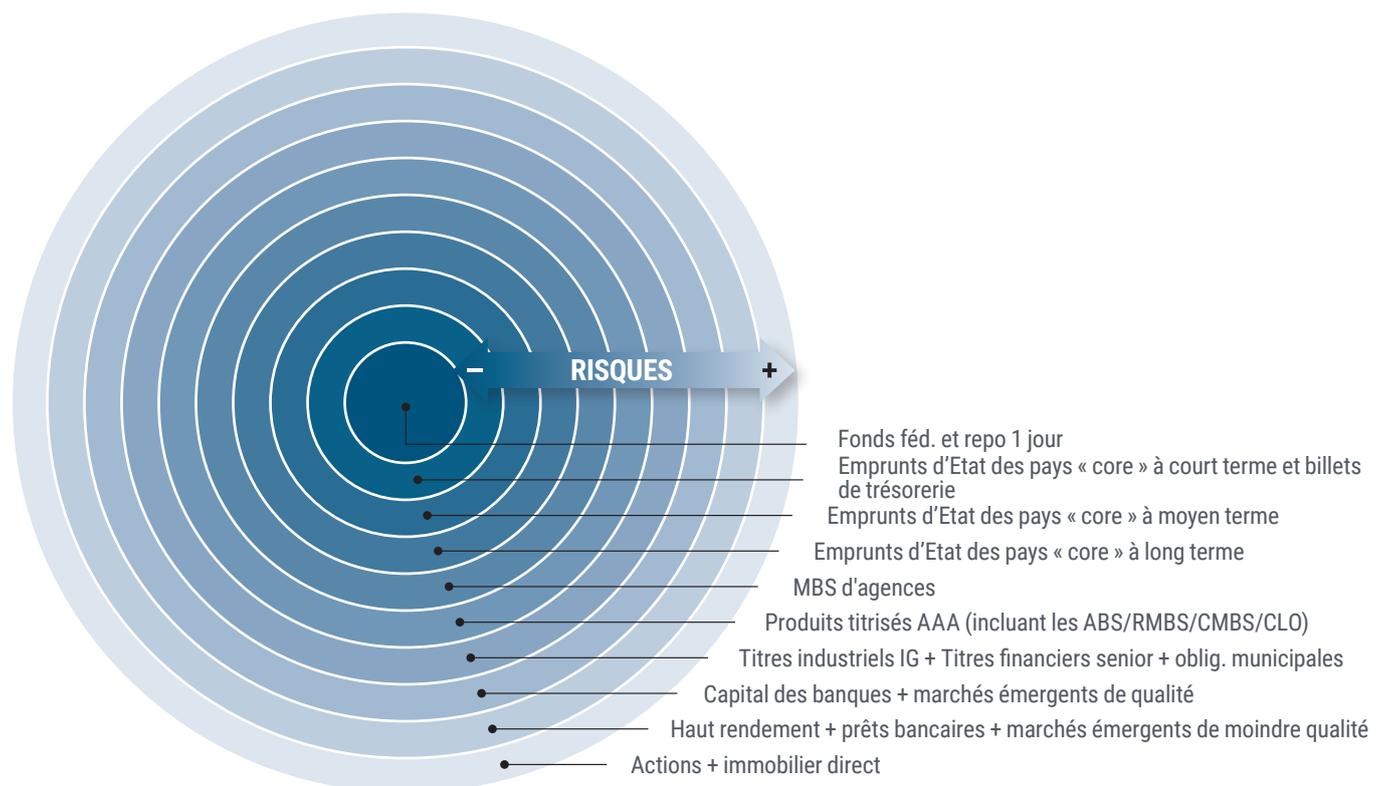
Dans l'environnement actuel, et en particulier face aux défis du secteur bancaire, nous voulons être prudents dans notre positionnement global en matière de risque.

Lorsque l'incertitude et la volatilité augmentent, la liquidité – ou la profondeur des échanges sur les marchés – a tendance à diminuer, et la liquidité s'est détériorée ces dernières semaines.

Nous avons accordé plus d'importance que d'ordinaire à la liquidité dans nos stratégies, en nous concentrant sur des investissements plus facilement négociables et en conservant des munitions pour tenter de tirer parti des opportunités qui peuvent se présenter à la suite de bouleversements du marché.

Notre cadre d'investissement à cercles concentriques, inscrit de longue date sur le tableau blanc dans la salle de notre Comité d'investissement, continue de refléter une approche prudente. Au centre de cette représentation (Figure 1) figurent les emprunts à court et moyen terme, qui présentent un risque relativement faible. Viennent ensuite les titres adossés à des créances hypothécaires d'agences américaines (MBS) et les obligations d'entreprises investment grade dans les anneaux du milieu, puis les actions et l'immobilier, plus risqués, à la périphérie. Dans le contexte actuel, nous continuons à donner la priorité aux investissements dans les titres des cercles intérieurs.

Figure 1: Les cercles concentriques de PIMCO



Source : PIMCO. **À titre illustratif uniquement.** MBS = titres adossés à des créances hypothécaires. ABS = titres adossés à des actifs. RMBS = titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles. CMBS = titres adossés à des créances hypothécaires commerciales. CLO = obligations structurées adossées à des prêts. IG = investment grade. ME = marchés émergents.

La politique de la banque centrale reste un moteur essentiel. La modification du prix des emprunts à l'épicentre crée des vagues qui se propagent vers l'extérieur. Nous prévoyons une diminution de la volatilité liée aux politiques monétaires cette année, à mesure que nous approchons de la fin des cycles de resserrement. Cette situation contraste avec celle de l'année dernière, au cours de laquelle les taux de la Fed et des autres grandes banques centrales avaient été fortement réévalués.

Nous continuons de prévoir une fourchette de rendements d'environ 3,25 % à 4,25 % pour les bons du Trésor américain à 10 ans dans notre scénario cyclique de base, et des fourchettes plus larges dans d'autres scénarios, avec une tendance potentielle à décaler la fourchette vers le bas en raison des risques accrus pour l'économie et le secteur financier.

DONNER LA PRIORITÉ À LA SOLIDITÉ DE L'OBLIGATAIRE

En fonction des objectifs de l'investisseur, il existe aujourd'hui des opportunités attrayantes dans les avoirs assimilables à des liquidités à court terme, étant donné les rendements relativement élevés dans la partie courte de la courbe. Les liquidités peuvent ne pas être soumises à la même volatilité que d'autres investissements. Mais contrairement aux obligations à long terme, les liquidités n'offriront pas les mêmes propriétés de diversification et la même capacité à générer un rendement total par l'appréciation du prix si les rendements baissent davantage, comme cela s'est produit au cours des récessions précédentes. Les taux d'intérêt peuvent également être éphémères, avec le risque que les rendements soient plus faibles lorsque les avoirs à court terme arrivent à échéance et que les liquidités doivent être réinvesties.

Les tensions dans le secteur bancaire nous confortent dans notre approche prudente à l'égard du crédit d'entreprises, en particulier dans les segments moins bien notés tels que les prêts bancaires garantis de premier rang. Il s'agit de prêts à taux variable accordés à des entreprises moins bien notées, qui doivent payer davantage d'intérêts en raison de la hausse des taux de la Fed. Ces entreprises sont donc mises à rude épreuve, en particulier dans un contexte de ralentissement économique.

Les tensions dans le secteur bancaire nous confortent dans notre approche prudente à l'égard du crédit d'entreprises, en particulier dans les segments moins bien notés.

La volatilité récente pourrait être un avant-goût de ce qui attend les segments les plus sensibles des marchés du crédit sur le plan économique. Nous préférons l'exposition à un indice par le biais d'instruments dérivés à l'exposition générique à un émetteur individuel sur la base de la valorisation et de la liquidité. Nous cherchons à limiter notre exposition aux modèles économiques faibles et aux entreprises et secteurs vulnérables à la hausse des taux d'intérêt. Nous conservons une préférence pour les produits structurés et titrisés adossés à des actifs collatéraux.

Dans le secteur financier, l'affaiblissement généralisé des actions privilégiées et des titres de capital des banques a rendu plus attrayantes certaines émissions de premier rang de banques plus solides. Les grandes banques mondiales disposent d'abondants capitaux et pourraient profiter des défis auxquels sont confrontés les petits prêteurs. Les valorisations et la plus grande certitude quant à la place de la dette senior dans la structure du capital confirment notre prédilection pour la dette senior par rapport aux émissions subordonnées. Dans le même temps, le choc subi par le marché AT1 peut ouvrir des opportunités pour les émetteurs les plus solides – en particulier si les autorités de réglementation européennes sont en mesure de prendre des mesures concrètes pour différencier le marché de la zone euro et du Royaume-Uni du marché suisse, qui est confronté à des difficultés.

Nous pensons que les titres adossés à des créances hypothécaires d'agences américaines restent intéressants, en particulier après l'élargissement récent des spreads. Des pressions techniques ne sont pas à exclure dès lors que la Fed laisse les titres adossés à des créances hypothécaires d'agences sortir de son bilan. Mais ces titres sont généralement très liquides et garantis par le gouvernement américain ou une agence du pays, ce qui leur confère une certaine résilience et atténue le risque de baisse, tandis que les prix peuvent bénéficier d'une prime de complexité.

DETTE PUBLIQUE ET PRIVÉE

Depuis quelques mois, nous affirmons qu'il est judicieux de se concentrer sur les marchés publics du crédit dès maintenant, alors que les prix sont actualisés, et de se tourner vers le non coté plus tard, lorsque les prix seront plus réalistes. Compte tenu de sa croissance rapide au cours de la dernière décennie, le non coté pourrait être soumis à des tensions persistantes, qui pourraient s'aggraver en cas d'atterrissage plus brutal de l'économie. Ces dernières semaines, l'écart entre les valorisations du coté et du non coté n'a cessé de se creuser.

Si le volume de ces actifs reste mal évalué, le flux de nouvelles transactions dans le non coté commence à être plus intéressant. Nous sommes de plus en plus enclins à déployer des capitaux au gré des opportunités.

Nous voyons des opportunités dans des secteurs où la réduction des risques bancaires et de la disponibilité du crédit aura probablement un effet prononcé. PIMCO travaille de longue date en partenariat avec les banques pour les aider à résoudre leurs problèmes de bilan, tant aux États-Unis qu'à l'étranger. À mesure que les pressions liées à la réglementation et au bilan s'intensifient, nous pensons qu'un large éventail de prêteurs chercheront à recapitaliser leurs activités et seront plus limités dans leur capacité à octroyer de nouveaux prêts, même aux emprunteurs de la plus haute qualité.

Le secteur de l'immobilier commercial pourrait être confronté à d'autres défis, mais nous tenons à souligner que tous les

segments de l'immobilier commercial ne sont pas logés à la même enseigne. Nous entendons rester dans les tranches supérieures de la structure du capital, dans des transactions diversifiées. Nous les distinguons des risques de moindre qualité, des risques liés à un seul actif ou de ceux liés à une mezzanine, que nous cherchons à éviter.

CONCLUSION

Nous pensons qu'il est important de rester prudent dans cet environnement, en recherchant des investissements de meilleure qualité, plus liquides et plus résilients. Plus tard dans l'année, si les perspectives économiques s'éclaircissent et qu'elles s'accompagnent d'une réévaluation des secteurs économiquement sensibles, il pourrait être temps de passer à l'offensive.

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.

Tout type d'investissement comporte des risques 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. 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 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 références à des titres adossés à des crédits hypothécaires émis ou non par des agences se rapportent à des prêts hypothécaires émis aux États-Unis. **Les titres adossés à des crédits hypothécaires d'agences gouvernementales américaines** émis par Ginnie Mae (GNMA) bénéficient de la pleine garantie du gouvernement américain. Les titres émis par Freddie Mac (FHLMC) et Fannie Mae (FNMA) sont assortis d'une garantie de l'agence émettrice quant au remboursement à l'échéance du principal et des intérêts, mais ne bénéficient pas de la pleine garantie du gouvernement américain. **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. La **valeur des biens immobiliers** et des portefeuilles investis en biens immobiliers peut fluctuer en fonction des pertes liées aux sinistres ou expropriations, des variations des conditions économiques locales et globales, de l'offre et de la demande, des taux d'intérêt, des taxes foncières, des restrictions applicables aux loyers, des lois sur l'occupation des sols et des dépenses opérationnelles. **Les produits dérivés** peuvent comporter certains coûts et risques, comme les risques de liquidité, de taux, de marché, de crédit et de gestion ainsi que le risque qu'une position ne puisse être liquidée au moment le plus opportun. Un investissement en produits dérivés peut générer une perte supérieure au montant investi. **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.

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

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, Corso Vittorio Emanuele II, 37/Piano 5, 20122 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. © 2023