ALTERNATIVES INVESTMENT OUTLOOK

Crédit privé : le financement sur actifs au beau fixe dans un paysage de prêt changeant

10/12/2024 Kristofer Kraus, Jason Steiner

La transition d'un marché de prêt dominé par les banques vers un écosystème de financement diversifié offre des opportunités inédites aux investisseurs en crédit privé.

Principales conclusions

- Le financement sur actifs est l'un des thèmes d'investissement de PIMCO bénéficiant des plus fortes convictions et représente un marché valorisé à plus de 20 billions USD. Si l'univers est large, les principaux secteurs incluent les prêts hypothécaires résidentiels, les prêts à la consommation aux États-Unis, le financement de l'aviation et l'infrastructure de données.
- L'environnement devrait rester plus restrictif pour les banques, les incitant à chercher des partenaires supplémentaires et à privilégier des alternatives de prêt hors bilan.
- Les barrières à l'entrée élevées ainsi que le besoin d'expertise spécialisée offrent un avantage concurrentiel aux investisseurs disposant de capacités avérées dans ces marchés en constante évolution.

Le financement sur actifs est devenu une alternative attrayante aux prêts directs traditionnels, alors que les banques s'efforcent de gérer l'évolution des exigences de fonds propres et d'optimiser leurs bilans. La garantie des investissements par des actifs corporels permet au secteur de bénéficier de tendances sous-jacentes dans des domaines clés.

L'une d'entre elle est la vigueur de la consommation américaine, soutenue par la solidité des bilans des ménages et les importants fonds propres des propriétaires de logements. Citons également l'investissement dans les centres de données, dopé par la hausse de la demande dans le domaine du cloud computing et du traitement de données avancé.

Depuis la crise financière mondiale, les banques ont été confrontées à de multiples difficultés, notamment le durcissement réglementaire, les modifications au niveau de la comptabilisation des revenus et une hausse rapide des taux d'intérêt qui commence tout juste à s'inverser. Ces facteurs ont affecté les exigences de fonds propres et entrainé une hausse des coûts des prêts, incitant de nombreuses banques à réduire leurs bilans, à privilégier certains types de prêts et à se concentrer sur l'atténuation des risques.

Le cadre réglementaire de Bâle III a été élaboré en réponse à la crise financière mondiale afin de renforcer la supervision et la gestion des risques des banques. Dans le sillage de la crise des banques régionales de mars 2023, les banques – et en particulier les grands prêteurs régionaux – devraient évoluer dans un environnement plus restrictif, et ce même si la prochaine administration est susceptible d'assouplir plus largement les réglementations. Les autorités de réglementation envisagent de mettre en œuvre un cadre révisé, appelé Basel III Endgame aux États-Unis et Bâle IV à l'échelle mondiale, qui pourrait relever les exigences de fonds propres.

Dans l'attente de plus amples détails quant aux nouvelles réglementations, la rentabilité stable à long terme est la priorité des banques (et surtout leurs actionnaires). Pour ce faire, elles réduisent la part des prêts associés à des exigences de fonds propres élevées et de ceux qui engendrent une plus forte volatilité des bénéfices. Nous pensons que cela incite les banques à chercher des partenaires supplémentaires pour leur bilan, qui sont à même de leur offrir des fonds propres stratégiques et/ou des alternatives de prêt hors bilan.

Pour les capitaux privés, cette perturbation crée des opportunités dans toute une série de marchés basés sur des actifs, qui offrent des valorisations de départ attrayantes et des fondamentaux favorables, notamment par rapport aux marchés des entreprises privées. Les investisseurs semblent actuellement mieux rémunérés pour le risque encouru dans le secteur du financement sur actifs, compte tenu de la formation de capital élevée au sein du crédit d'entreprises privé de moindre qualité.

Ce qui pourrait s'apparenter à une croissance récente du financement sur actifs est en réalité une évolution à long terme entamée il y a 15 ans avec le désendettement du secteur bancaire. PIMCO a été à l'avant-garde de cette tendance. L'intérêt récent reflète une plus large reconnaissance du potentiel de croissance de la classe d'actifs et s'aligne sur le besoin grandissant de diversification des sources de revenus des investisseurs, au-delà des allocations au crédit traditionnelles axées sur les entreprises.

Les capitaux privés sont désormais de plus en plus capables de collaborer avec les banques; offrant des solutions tout en cherchant à générer des rendements corrigés du risque

attrayants. Ces collaborations prennent la forme de ventes de portefeuilles, de partenariats pour de nouvelles originations qui permettent aux banques de conserver des clients, ou de transactions personnalisées appelées titres synthétiques de transfert de risque (synthetic risk transfers, ou SRT), un type de titrisation qui permet aux banques de transférer le risque de leurs bilans vers d'autres investisseurs.

Financement sur actifs : un des thèmes d'investissement de PIMCO bénéficiant des plus fortes convictions au sein de l'univers du crédit privé

Le financement sur actifs, également appelé financement spécialisé ou prêt adossé à des actifs, est une classe d'actifs attrayante et moins prisée, soutenue par des tendances favorables dans un paysage bancaire changeant. Selon nos estimations, la valorisation du financement sur actifs (hors prêts immobiliers commerciaux) est supérieure à 20 billions USD.

Les secteurs basés sur des actifs, tant dans la consommation qu'en dehors, offrent des opportunités intéressantes aux investisseurs du marché privé, en particulier par rapport aux prêts aux entreprises (pour en savoir plus, lisez nos *Perspectives conjoncturelles* de septembre intitulées « Atterrissage en douceur : une manœuvre à assurer »). Les secteurs tels que les prêts à la consommation – en ce compris les prêts hypothécaires résidentiels, les prêts personnels et les prêts étudiants – affichent de solides fondamentaux à long terme et une valeur intéressante, en particulier en raison de la meilleure santé des bilans des ménages américains depuis la fin de la crise financière mondiale et du bon soutien dont bénéficient les marchés du logement. Les secteurs portés par d'importants vents favorables séculaires, notamment le financement de l'aviation et l'infrastructure des données, bénéficient également de fortes convictions.

Celles-ci sont basées sur une architecture bien établie de recherche, d'analyse, de structuration, de financement et de gestion de différents types d'actifs. Nous estimons que des barrières à l'entrée élevées signifient qu'un investissement fructueux requiert une infrastructure étendue sur toute la chaîne de valeur.

Voici les domaines d'investissement qui bénéficient actuellement de nos plus fortes convictions au sein du financement sur actifs :

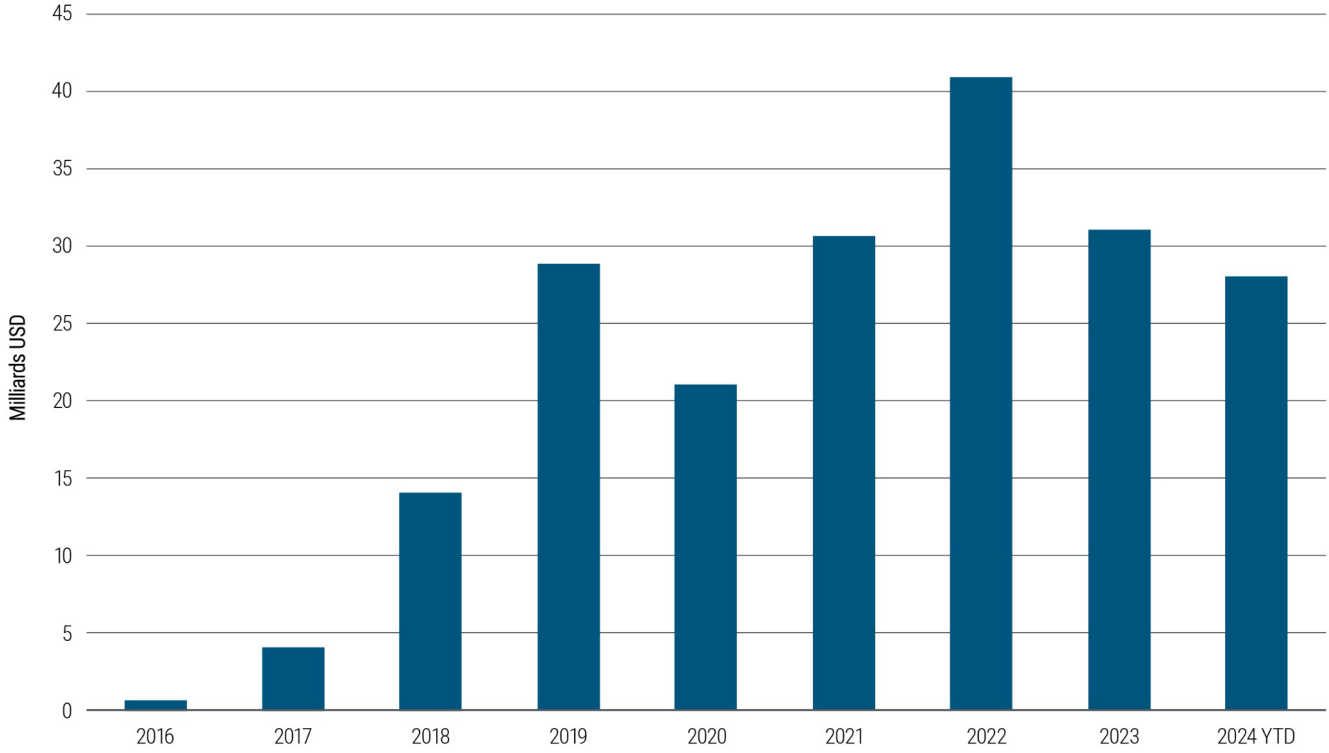
1. **Prêts hypothécaires résidentiels :** le marché des hypothèques résidentielles constitue la

1. **Prêts hypothécaires résidentiels :** le marché des hypothèques résidentielles constitue la plus grande composante de l'univers d'opportunités de l'investissement basé sur des actifs, soutenue par plusieurs tendances intéressantes, notamment l'endettement des marchés du logement aux États-Unis et du Royaume-Uni, qui est inférieur aux normes historiques. Toutefois, à ce stade du cycle, nous restons concentrés sur l'abordabilité dans un environnement de prix plus élevés et de stocks faibles dans les sous-marchés.

   En raison des réglementations plus strictes mises en place après la crise financière mondiale, les prêts hypothécaires non qualifiés – destinés aux emprunteurs qui ne remplissent pas les exigences des programmes de prêt standard, tels que les indépendants, les investisseurs en immobilier ou les non résidents – représentent une part croissante du marché américain du logement (voir Figure 1). Ils profitent d'un coussin de fonds propres robuste, compte tenu des ratios prêt/valeur faibles, des normes de souscription plus strictes et de la dynamique favorable des prix des logements dans un contexte de forte demande des millenials et de la sous-offre de logements. Alors que les taux hypothécaires demeureront potentiellement élevés et que les propriétaires de logements bénéficiant de taux plus faibles sont réticents à déménager, le marché de second rang devrait offrir des opportunités intéressantes.

Figure 1 : Croissance rapide des prêts hypothécaires non qualifiés depuis 2016

plus d'informations

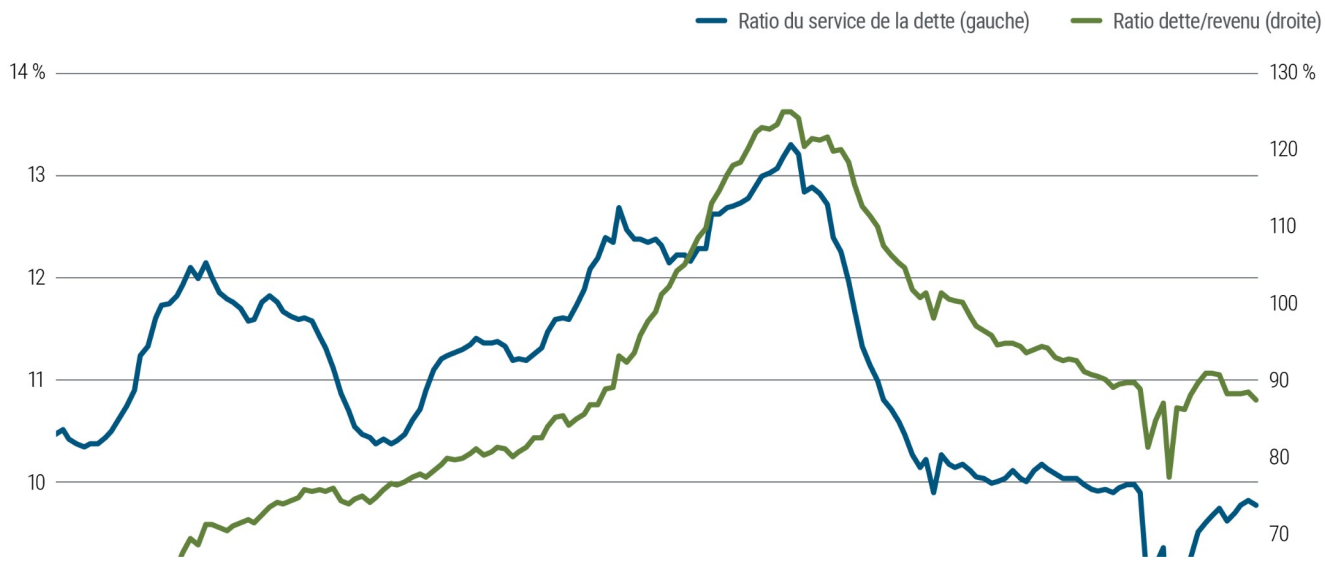


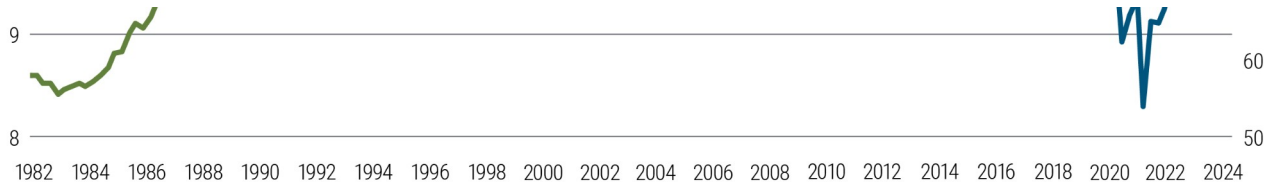
Source : JP Morgan, au 9 septembre 2024. **À titre illustratif uniquement**. Les opinions exprimées sont celles de PIMCO. Rien ne garantit que les tendances évoquées se poursuivront.

2. **Prêts à la consommation aux États-Unis :** alors que la dette des ménages américains, y compris les prêts personnels, étudiants et les créances sur carte de crédit, atteint plus de 17 billions USD, le secteur américain des prêts à la consommation, hors prêts hypothécaires résidentiels, offre des opportunités considérables. Malgré des taux d'intérêt plus élevés, les bilans des ménages demeurent solides, dès lors que les ratios dette/revenus ont été orientés à la baisse ces dernières années et que le patrimoine net s'approche de plus hauts historiques (voir Figure 2). Les coûts de service de la dette restent faibles en comparaison historique, une situation essentiellement imputable au fait que 95 % des prêts hypothécaires américains sont à taux fixe.

   Si la hausse des incidents de paiement est souvent perçue comme un signe de faiblesse des consommateurs américains, ces derniers n'ont pas tous des profils de crédit similaires. Les incidents de paiement ont nettement augmenté dans le segment subprime, tandis qu'ils se sont normalisés à leurs niveaux pré-COVID dans les catégories prime et quasi prime. Par ailleurs, de nombreux consommateurs à solvabilité plus faible ont vu leur score FICO s'améliorer de manière artificielle et temporaire en raison du moratoire sur les prêts étudiants et des mesures de relance adoptées durant la pandémie, ce qui a conduit par la suite à des incidents de paiement plus nombreux. La vaste base de données granulaire de PIMCO sur le crédit à la consommation américain contient environ 35 à 40 milliards de points de données anonymisés, qui remontent jusqu'à 2005 et permettent de comprendre le comportement des consommateurs tout au long du cycle et d'identifier les pools de crédit les plus intéressants.

Figure 2 : Les bilans des ménages restent solides et le coût du service de la dette relativement faible plus d'informations



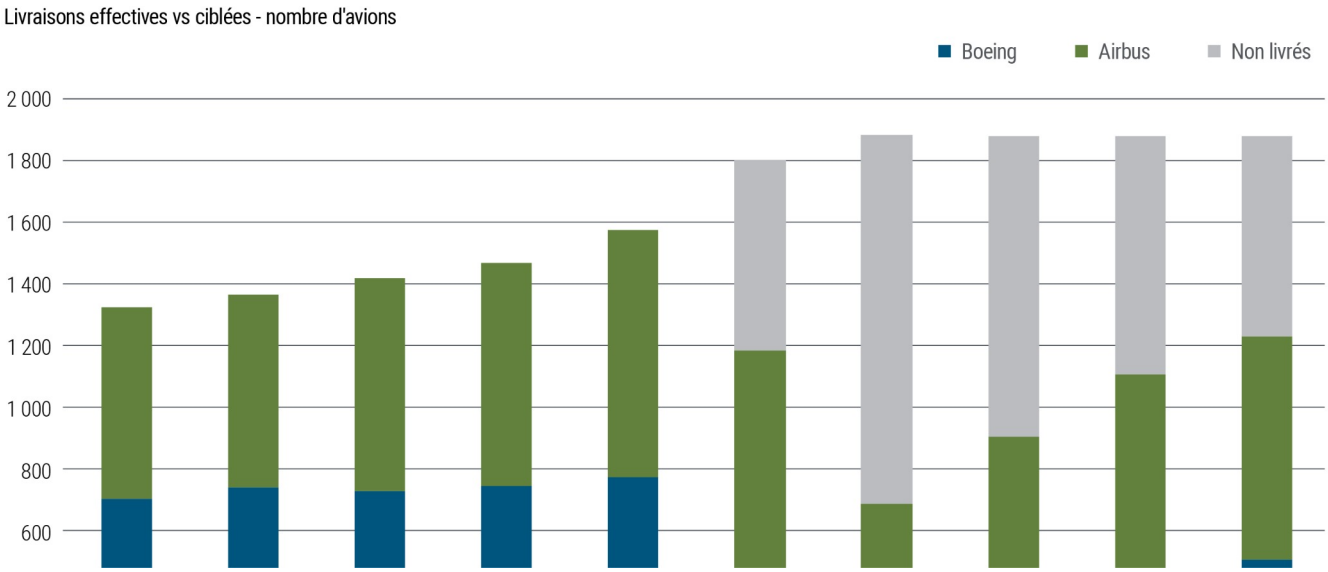


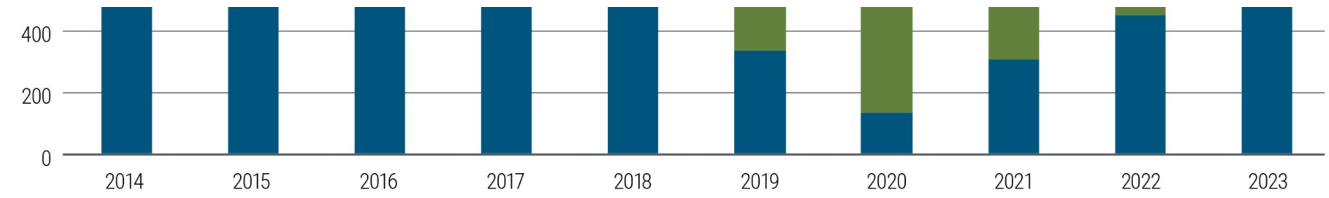
Source : Goldman Sachs, Réserve fédérale de Saint-Louis, JP Morgan, Black Knight, Goldman Sachs Global Investment Research, au 1er janvier 2024. À titre illustratif uniquement. Rien ne garantit que les tendances évoquées perdureront.

3. **Financement de l'aviation :** Les besoins en capitaux continuent de croître dans ce secteur. Il reste particulièrement difficile d'identifier des garanties sous-jacentes et d'en assurer le service, malgré les fondamentaux solides des garanties en elles-mêmes. La pandémie et le conflit russo-ukrainien ont confronté le secteur de l'aviation à d'importantes perturbations. Toutefois, après avoir contracté 250 milliards USD de dettes supplémentaires, les compagnies aériennes sont redevenues rentables en 2023 après s'être attachées à réduire leurs coûts et à renforcer la capacité de leur flotte afin de répondre à la demande croissante de voyages, avec un trafic, exprimé en passagers-kilomètres payants (RPK), supérieur aux niveaux observés avant la crise du COVID. La production de nouveaux avions a été entravée par une myriade de problèmes et de retards. Dans ce contexte, le nombre d'avions effectivement livrés par les fabricants d'équipements d'origine a été inférieur de 35 % (4.200 avions) au nombre d'avions commandés entre 2019 et 2023 (voir Figure 3). Face à ce déséquilibre croissant entre l'offre et la demande, nous pensons que les taux de location des avions neufs et à mi-vie offrent un potentiel de rendement et de revenu intéressant.

Figure 3 : Airbus et Boeing n'atteignent plus leurs objectifs en termes de livraisons depuis 2019

plus d'informations



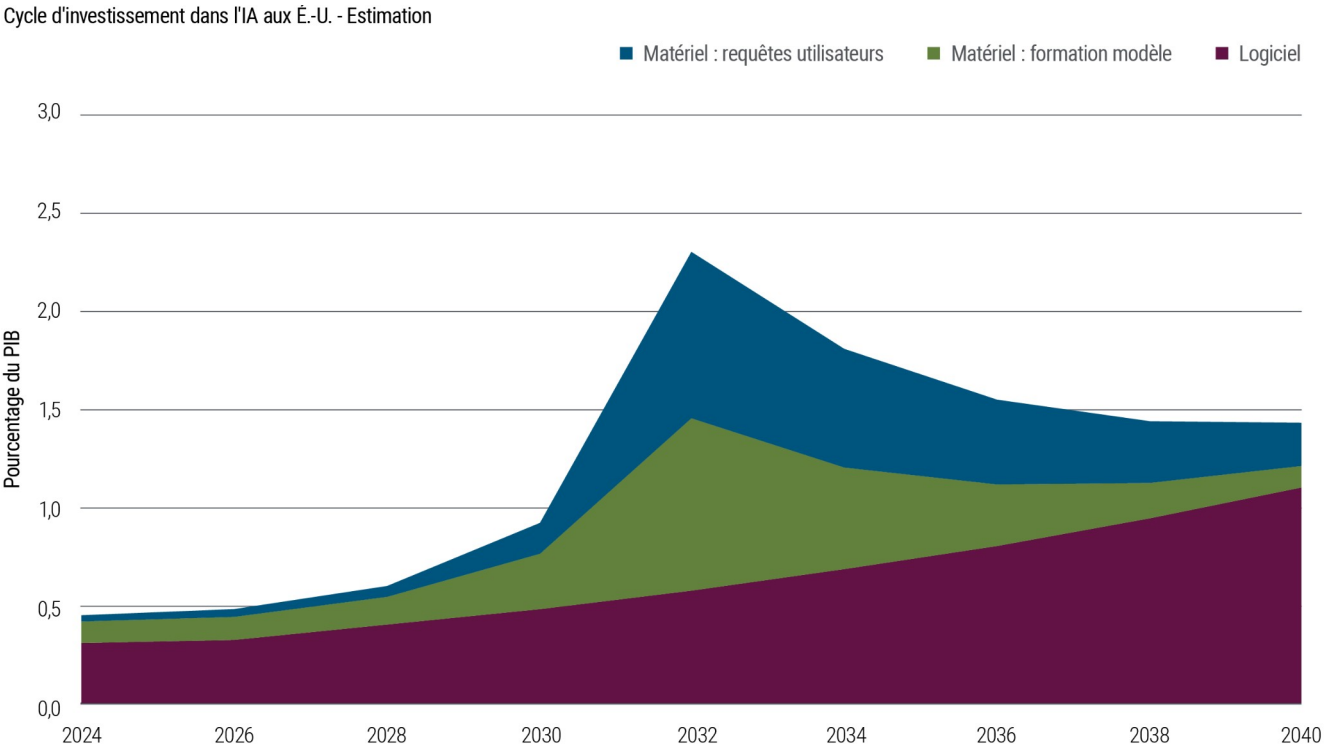


Source : Cirium, Boeing, Airbus, au 31 décembre 2023

4. **Infrastructures de données :** La demande de centres de données a explosé, sous l'effet d'une connectivité accrue, de l'adoption du cloud computing, des grands modèles de langage et de l'évolution rapide des technologies d'IA générative (voir Figure 4). Dans ce contexte, l'offre de capitaux ne suit tout simplement pas. Les entreprises ont besoin d'infrastructures robustes, comprenant à la fois des centres de données et des puces GPU à haute capacité de calcul, qui nécessitent un financement important. Les banques sont très peu présentes sur ces marchés, en particulier en ce qui concerne les prêts aux entreprises désireuses d'acheter de nouvelles puces. Nous identifions de nombreuses opportunités de mettre en place des solutions de financement sur mesure pouvant tirer parti des garanties sous-jacentes, telles que les puces, les infrastructures de réseau ou les flux de trésorerie futurs découlant des contrats conclus avec la clientèle.

Figure 4 : L'IA pourrait alimenter un important cycle d'investissement, qui nécessitera des infrastructures de données

plus d'informations



Source : Goldman Sachs Global Investment Research, au 2 avril 2024

De l'importance de la valeur relative dans le crédit privé

La demande de capitaux étant supérieure à l'offre dans plusieurs secteurs, les investisseurs ont tout à gagner d'une approche diversifiée du crédit privé. Il arrive régulièrement qu'au fil des cycles, certains marchés voient leurs prix gonfler. Chez PIMCO, nous tenons systématiquement compte de la valeur relative afin d'éviter les pièges de valeur. Il convient selon nous d'aborder certains secteurs avec prudence, en raison de l'importance de la formation de capital ou des risques cachés qui n'ont pas encore été suffisamment analysés. Voici quelques exemples :

1. **Redevances musicales :** Les redevances musicales, secteur relativement récent du financement sur actif, gagnent en popularité grâce à leurs rendements non corrélés. Nous estimons cependant que les capitaux investis dans ce secteur sont généralement moins rémunérateurs dans un contexte d'expansion des multiples et de valorisations spectaculaires pour les acteurs les plus en vue. Si les redevances musicales génèrent de solides revenus récurrents, nous préférons rester sélectifs en nous concentrant sur les catalogues plus modestes dont les actifs sont sous-monétisés. Il est également possible d'acquérir des catalogues d'acteurs moins connus du secteur (par exemple, des ingénieurs du son spécialisés dans le mixage), qui peuvent offrir des flux de trésorerie similaires à des prix nettement plus abordables.
2. **Titres synthétiques de transfert de risque (SRT)** : Au cours des 15 dernières années, les banques ont régulièrement émis des SRT afin de gérer le risque de crédit au sein de leurs bilans, en particulier en Europe. Jusqu'en 2023, ces titres étaient pour ainsi dire absents du marché américain. La situation évolue cela dit rapidement et les États-Unis sont en passe d'enregistrer une activité record dans ce domaine en 2024. Les importants flux de capitaux en découlant se sont traduits par un net resserrement des valorisations sur le marché américain des SRT. Si les SRT permettent d'accéder de manière efficace à des crédits bancaires de grande qualité, nous ne les considérons pas pour autant comme une classe d'actifs à part entière, mais plutôt comme un moyen parmi d'autres pour les investisseurs de s'exposer aux garanties sous-jacentes (immobilier résidentiel et commercial, secteurs liés à la consommation, actifs d'entreprises, etc.). Les SRT offrent selon nous une porte d'accès intéressante à certaines classes d'actifs lorsque les prêts globaux sont onéreux, moins accessibles ou de moindre ampleur. Nos stratégies oscilleront en permanence entre les SRT et d'autres formats en fonction de l'évolution de la valeur relative ou de l'impact de facteurs stratégiques, tels que les niveaux de capitalisation des banques, sur les prix.
3. **Nouveaux produits de prêt à la consommation** : Si nous restons optimistes à l'égard des

prêts personnels au sens large, nous pensons que les produits à plus court terme qui commencent à arriver sur le marché, y compris les prêts de type « buy now pay later » (BNPL, que l'on peut traduire par « acheter maintenant, payer plus tard »), sont encore en phase de maturation. Les prêts BNPL permettent aux clients d'acheter des produits et des services sans devoir payer directement le montant total et ainsi de s'assurer une certaine flexibilité financière. Nous n'avons toutefois qu'une vision limitée des pratiques d'origination, dans la mesure où de nombreux acteurs ne disposent pas d'un processus de souscription approfondi ou ne communiquent pas de rapports aux agences d'évaluation du crédit. Notre approche de l'investissement dans le domaine des prêts à la consommation repose sur une souscription granulaire, ce qui nécessite des données exhaustives au niveau des prêts pour alimenter notre analyse.

L'optimisme n'exclut pas la prudence

En tant qu'investisseurs de longue date dans le secteur du financement sur actif, nous sommes ravis de constater que les opportunités offertes par celui-ci ne cessent d'évoluer. Ce marché autrefois dominé par les banques est en train de se muer en écosystème de financement plus diversifié englobant, outre les marchés de titrisation, de plus en plus de prêteurs privés, une évolution qui représente l'une des plus belles opportunités de ces dix dernières années pour les investisseurs en crédit privé.

Cet optimisme doit toutefois être tempéré, car il convient de garder la tête froide. Les investisseurs doivent avoir conscience de la diversité des fondamentaux et des valorisations dans les secteurs du financement sur actif, en particulier lorsque la valeur des garanties est incertaine ou la documentation insuffisante, des éléments susceptibles de nuire à la performance du crédit.

Chez PIMCO, nous continuons d'adopter une approche axée sur la valeur relative face aux nombreuses opportunités générées par notre plateforme d'origination. En tirant parti de notre avance de plusieurs décennies dans la constitution d'ensembles de données, ainsi que de notre cadre analytique et de nos connaissances macroéconomiques, nous nous efforçons de maintenir une discipline rigoureuse dans nos activités de souscription et de construction de portefeuille. Les principes qui ont fait notre succès sur les marchés publics et privés resteront essentiels pour aborder sereinement l'avenir du financement sur actif.

Annexe : Financement sur actif : tirer parti

de la valeur relative pour dénicher les opportunités à travers les multiples canaux d'origination de PIMCO

Les prêteurs privés ont recours à diverses approches en matière d'origination dans le domaine du financement sur actif. Certains se concentrent sur des secteurs spécifiques, d'autres mettent l'accent sur le sourcing captif en détenant des plateformes d'origination, tandis que d'autres encore adoptent une approche plus opportuniste sur les marchés secondaires.

La stratégie de PIMCO en matière d'origination s'appuie sur la capacité de notre plateforme à trouver des opportunités tous secteurs, toutes structures de transaction et tous canaux confondus. Dans la pratique, nous pensons qu'un investissement réussi dans cette classe d'actifs repose en priorité sur la valeur relative, ce qui nécessite d'exploiter à la fois les canaux d'origination bancaires et non bancaires. Cette approche nous permet de tirer parti des ventes de portefeuilles bancaires, des partenariats de flux à terme et des transactions de transfert de risque hautement structurées.

Nous sommes en mesure de trouver des transactions pour tous les types de garanties que nous avons décrits, avec des profils de risque hétérogènes en fonction de la santé de la garantie et de la structure de la transaction. Détenir une plateforme d'origination peut constituer la stratégie de sourcing optimale pour certains types d'actifs, mais il ne s'agit pas d'une solution universelle. Nous pensons par exemple que depuis la crise financière mondiale, les marchés du crédit hypothécaire résidentiel ont dépassé le modèle de l'origination captive. Dans certains secteurs tels que le financement de l'aviation, en revanche, l'origination captive nous semble essentielle pour accéder à divers produits de financement, qu'il s'agisse de prêts ou de contrats de location. Nous cherchons à appliquer une approche uniforme à tous les secteurs dans lesquels nous investissons. Nous comparons systématiquement les différents canaux d'origination potentiels en évaluant les partenaires qui y sont associés en fonction de la qualité des produits, de l'évolutivité et de la durabilité des opportunités, ainsi que des alternatives éventuelles.

Nous sommes convaincus que la puissance de la plateforme de PIMCO permet aux investisseurs d'accéder à des opportunités dans tous les secteurs du financement sur actif, en mettant l'accent sur la valeur relative et en alignant nos intérêts sur ceux de nos investisseurs.

Pour plus d'informations sur les solutions alternatives de PIMCO, rendez-vous sur le site pimco.fr/Alternatifs.

L’auteur

Kristofer Kraus
Gérante de portefeuilles

Jason Steiner
Gérant de portefeuilles, prêts privés
et stratégies opportunistes

Mentions Légales

Tout investissement comporte un risque et peut perdre de la valeur. L'investissement dans **les prêts hypothécaires résidentiels/commerciaux** et la **dette immobilière commerciale** comporte des risques tels que celui de remboursement anticipé, d'impayés, de saisie, de perte, d'administration des actifs et d'évolution défavorable de la réglementation, ces risques pouvant être accentués dans le cas des prêts improductifs. 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 **titres adossés à des hypothèques et à des actifs** sont des instruments très complexes qui peuvent être sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt et soumis au risque de remboursement anticipé. Leur valeur peut en outre fluctuer en fonction de la perception du risque de crédit de leur émetteur par le marché. S'ils sont généralement garantis par des gouvernements ou des entités privées, dans ce dernier cas, rien ne dit qu'elles honoreront leurs engagements. Les **fonds immobiliers cotés** présentent des risques, tels que la réalisation de performances médiocres par le gérant, des évolutions défavorables en termes de fiscalité ou l’inéligibilité aux exemptions d’impôts dans le cadre du transfert (pass-through) des revenus. **L’investissement dans les banques et les entités apparentées** est un domaine très complexe soumis à une réglementation étendue, et les investissements dans ces entités ou d'autres sociétés d'exploitation peuvent donner lieu à des risques liés à la responsabilité de la personne détenant le contrôle et à d’autres risques. Les **emprunts bancaires** sont souvent moins liquides que les autres types d'instruments de dette et les conditions générales de marché et financières peuvent avoir un impact sur le remboursement anticipé d'emprunts bancaires. À ce titre, les remboursements anticipés sont difficiles à prévoir avec précision. Rien ne dit que la liquidation d'une garantie d'un emprunt bancaire sécurisé suffirait

difficiles à prévoir avec précision. Rien ne dit que la liquidation d'une garantie d'un emprunt bancaire sécurisé suffirait à honorer l'obligation de l'emprunteur ni que ladite garantie puisse être liquidée. **Les obligations adossées à des prêts (CLO)** peuvent comporter un niveau de risque élevé et leur acquisition doit être réservée aux investisseurs qualifiés. Les investisseurs sont susceptibles de perdre une partie ou l'intégralité de leur mise et certaines périodes peuvent ne donner lieu à aucune distribution de liquidités. Les CLO sont exposées à des risques de crédit, de défaut, de liquidité, de gestion, de volatilité et de taux d'intérêt. Les **investissements dans des actifs réels**, y compris les **centres de données**, sont exposés à différents risques inhérents, susceptibles d'avoir une incidence négative sur leur valeur ainsi que sur les (éventuels) rendements en découlant, notamment : les changements dans le climat économique général, les conditions locales (tel qu'une suroffre d'espace ou une baisse de la demande d'espace), la qualité et la philosophie de gestion, l'attractivité et l'emplacement des biens, leur état physique ainsi que la situation financière des locataires, acheteurs et vendeurs des biens. Le **crédit privé** implique un investissement dans des titres non cotés en bourse 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.

Les déclarations concernant l'activité générale du marché, les tendances de l'industrie ou du secteur ou d'autres conditions économiques, de marché, politiques ou réglementaires générales figurant dans le présent document ne sauraient être interprétées comme une recherche ou un conseil en investissement. En outre, il ne peut être garanti que les tendances historiques se poursuivront. Rien ne permet de garantir que ces stratégies d'investissement fonctionneront dans toutes les situations du marché ni qu'elles conviendront à tous les investisseurs. Chaque investisseur doit évaluer sa capacité à investir dans une optique à long terme, surtout en période de repli du marché. Les perspectives et stratégies sont sujettes à modification, sans notification préalable.

Exclusivement destiné à usage professionnel

En vertu des informations à notre disposition, vous remplissez les exigences requises pour être considéré comme un client professionnel, tel que défini dans l'Annexe II de la Directive 2014/65/UE (MiFID II). Veuillez nous informer si tel n'est pas le cas. Les produits et services décrits dans ce document sont réservés aux clients professionnels, tels que définis dans l'Annexe II de la Directive 2014/65/UE (MiFID II) et ses règles de transposition au niveau local ainsi que dans le Financial Conduct Authority Handbook (Manuel de la Financial Conduct Authority). La présente communication ne constitue pas une offre publique et ne s'adresse pas aux investisseurs privés. Les opinions et estimations présentées reflètent notre jugement et sont sujettes à modification sans notification préalable, au même titre que les déclarations sur les tendances des marchés financiers qui sont basées sur les conditions de marché actuelles. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources réputées fiables, mais leur exactitude et leur exhaustivité ne sont pas garanties.

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. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite sous quelque forme que ce soit et il ne peut y être fait référence dans aucune autre publication sans permission écrite expresse. PIMCO est une marque d'Allianz Asset Management of America LLC aux États-Unis et ailleurs.

CMR2024-1202-4067012