

OSTRUM – Gestion Quantitative Management / Multi-Asset

Commentaire de gestion

Période du 17/02/2023 au 17/03/2023

Environnement et marchés

	17/02/2023	17/03/2023	Variation
S&P500	4079.09	3916.64	-3.98%
Eurostoxx50	4274.92	4064.99	-4.91%
MSCI All Country	645.03	616.09	-4.49%
NIKKEI 225	27513.13	27333.79	-0.65%
MSCI EM	999.42	951.56	-4.79%
Taux 10 ans US	3.815	3.429	-0.386
Taux 10 ans allemand	2.440	2.108	-0.332
Taux 10 ans italien	4.300	4.054	-0.246
Euro Dollar	1.068	1.067	-0.06%
Pétrole (Forward 1 mois)	76.34	66.7	-12.58%
Vix	20.02	25.5	5.49
Gold	1840.4	1973.5	7.23%
Seeyond Conservative Fund	11447.58	11448.33	0.01%
Seeyond Diversified Fund	13798.85	13874.48	0.55%

Malgré la remontée de la volatilité sur les marchés, performance positive des fonds SMAC et SMAD. Les actions ont contribué négativement mais notre exposition aux taux gouvernementaux a été favorable à la performance des portefeuilles et a compensé le retournement baissier des indices actions.

Environnement financier

Les marchés financiers sont touchés par la crise bancaire récente consécutive aux difficultés des banques régionales américaines avec la faillite de la Silicon Valley Bank et Signature Bank, ainsi qu'aux déboires de Crédit Suisse et son besoin pressant de liquidité avec pour conséquence son rachat par UBS.

La FDIC, le régulateur américain, a donc annoncé la mise en faillite de Silicon Valley Bank. SVB est une banque de 211 Mds de dollars d'actifs avec 182 Mds de dépôts. La base de clients est composée principalement de petites entreprises innovantes, des start-ups (tech, pharma, IA...), elles-mêmes détenues en partie par des fonds de venture capital qui leur ont conseillé de réduire leur exposition à SVB. La fuite des dépôts a été extrêmement rapide : on parle de plus de 40 Mds en quelques jours. Cela a forcé SVB à liquider son portefeuille de titres longs, essentiellement des Treasuries ou MBS, donc des titres avec une duration longue. Avec la montée des taux, ces ventes se sont faites à perte, ce qui a contribué à nourrir la panique des déposants. Au total, SVB aurait dû encourir des pertes de l'ordre d'1,8 Mds. Le problème est donc, dans une certaine mesure, spécifique. Les dépôts ont énormément progressé, incitant la banque à placer ses liquidités sur des titres longs. Autre élément

spécifique : le risque de taux n'était pas couvert, une aberration totale en termes de management de risque.

Il faut néanmoins souligner que la banque Signature aux États-Unis a elle aussi été placée en faillite. Cela fait deux défauts bancaires en moins d'une semaine.

Le régulateur américain a réagi très rapidement et annoncé un train de mesures. Les dépôts sont garantis normalement à hauteur de 250 000 dollars ; au-delà, le dépositaire a, de facto, fourni à la banque de l'« unsecured lending », avec un coupon à zéro. Le régulateur a annulé cette limite, à la fois pour SVB, et pour Signature. Si la limite n'a pas été explicitement levée sur les autres banques, cette décision – si elle n'annule pas complètement toute raison de bank-run – en diminue énormément les incitations. Dans ce cas, le financement des banques est en partie protégé. Une mesure nécessaire car les petites banques, avec le resserrement monétaire de la Fed, ont connu un appauvrissement rapide de leur position en liquidité. En contrepartie, les actionnaires et les créiteurs ne sont pas protégés. Si le bank-run est évité, cependant le risque donc sur le passif des banques reste très présent pour leur financement action et leurs émissions de dette sur le marché. Si un bank-run est donc moins probable, en revanche le coût de financement des banques pourrait être affecté, et donc leur rentabilité à terme. La vue assez optimiste des marchés, (jusqu'à une date récente) sur la croissance future des EPS peut être mise en question.

Les mesures prises par la FDIC et la Fed diminuent significativement la probabilité d'une crise systémique. Restent les séquelles, la rentabilité des banques, ou tout au moins la capacité des banques à allouer du crédit qui sera inévitablement affectée. Il s'agit, après tout, du resserrement de crédit que la Fed souhaitait pour ralentir l'inflation...

Le marché, lui reste extrêmement prudent et dubitatif.

Côté politique monétaire, la Fed est prise en étau entre risque inflationniste et risque bancaire. Jerome Powell a ouvert la voie à une possible hausse de 50 pb en mars avant que la panique autour de SVB n'enclenche une fuite vers le T-note. La nervosité des marchés est montée d'un cran. L'espoir d'une désinflation rapide semble invalidé par les révisions apportées au déflateur de la consommation obligeant Jerome Powell à durcir le ton lors de son intervention devant le Congrès. L'hypothèse d'une hausse de 50 pb en mars refait surface. Parallèlement, les déboires de Silicon Valley Bank en proie à une fuite massive des dépôts provoquent un fort mouvement d'aversion pour le risque. Compte tenu de la base de clientèle de SVB (start-ups), cette nouvelle fait écho aux annonces de licenciements dans le secteur technologique et, plus généralement, à l'assèchement du financement au travers des SPACs depuis plusieurs mois. Les craintes de contagion bancaire déclenchent un repli réflexe vers la valeur refuge (T-note, Bund)... effaçant totalement le resserrement monétaire supplémentaire induit par le discours de Jerome Powell. La versatilité des marchés n'est plus à démontrer. Le Bund réagit même davantage que le T-note, élargissant fortement les swap spreads en zone euro. L'aversion pour le risque se traduit naturellement par un écartement des spreads sur le high yield, et, à un degré moindre, sur la dette investment grade souveraine ou privée. Les actions corrigent dans le sillage des banques américaines. En Asie, le rebond des indices lié à la réouverture de la Chine s'essouffle. Le dollar plafonne, en raison de l'ajustement à la baisse des taux américains. Le marché semble tabler sur une meilleure prise en compte des risques financiers par les Banques centrales. Rien n'est moins sûr tant que l'inflation reste très supérieure à l'objectif. La BoJ procrastine comme prévu, laissant à son prochain gouverneur la primeur de l'annonce d'un resserrement inévitable. La BoC respecte pour l'instant son engagement à maintenir le statu quo monétaire... sachant que la baisse du dollar canadien et la politique de la Fed la mettent dans une situation délicate. Lors de son intervention devant le

Congrès, Jerome Powell a pris le contrepied de sa communication de février soulignant la nécessité d'agir davantage face à persistance de l'inflation. À l'issue du FOMC du 22 mars, les projections de taux du FOMC seront probablement relevées à 5,25 %-5,50 % à l'horizon de décembre 2023. On ne peut exclure un statu quo prolongé sur tout ou partie de 2024. Le marché table aujourd'hui sur un allègement de 150 pb l'an prochain, conforme aux dots. Le marché du travail ne montre aucun signe de retournement. Les créations d'emplois ressortent à 311k en février, avec un taux de chômage à 3,6%. Tout dépendra de l'inertie des pressions sur les prix, sauf en cas de récession brutale ou de crise financière. La BCE a certes relevé son taux directeur de +50bps comme prévu, soit à 3.50%, mais elle a par ailleurs signalé que les décisions futures dépendraient des données macro, et indique qu'elle surveillerait de près les tensions sur les marchés financiers. Elle est ainsi confrontée à l'inertie de l'inflation sous-jacente qui attise les anticipations de taux à la hausse et ballotée entre l'environnement macroéconomique ainsi que la résurgence de risques financiers.

Gestion

Les modèles stratégiques ont apporté les changements suivants :

-Sur les actions : prudence globale encore d'actualité sur les actions malgré des améliorations sur le dernier mois. En raison de niveaux d'inflation élevés et d'une dynamique des révisions bénéficiaires encore peu porteuse, les modèles envoient des signaux de prudence sur la zone Amérique et l'Australie, neutralité sur le RU et le Japon, et légèrement plus constructif sur la zone Euro et la Suisse.

-Sur les taux : message plus constructif sur les taux gouvernementaux depuis trois mois masquant une forte hétérogénéité géographique. Les modèles deviennent plus constructifs sur les taux américains mais sont ancrés en territoire de prudence en Allemagne et dans une moindre mesure en Australie. Le risque est toujours très modéré au Japon où la politique monétaire demeure fortement accommodante. Le cycle monétaire déjà bien avancé au RU et au Canada pourrait constituer un facteur de soutien à venir aux taux britanniques et canadiens, dont le signal est devenu neutre.

L'amélioration récente des modèles de taux américains a permis au fonds d'affronter la crise récente avec un profil de risque modéré, limitant d'autant les impacts négatifs de la correction boursière.

Les portefeuilles sont très proches des allocations stratégiques avec peu de déformation tactique. Nous avons cependant conservé une partie de nos protections optionnelles sur les actions de la zone Euro car nous pensons que le choc bancaire récent pourrait laisser quelques traces sur le marché pendant encore quelques semaines en matière d'appétit pour le risque

Les changements dans les portefeuilles ont été les suivants :

Actions : baisse de l'exposition. Prise de profits sur les biais tactiques positifs sur les actions anglaise, de la zone Euro et japonaises. Maintien de nos positions optionnelles de protections sur le S&P500 et l'EuroStoxx50.

Taux : augmentation de la sensibilité obligataire, prise en compte de l'amélioration des signaux stratégiques. La hausse a été concentrée sur les taux américains. Repositionnement sur l'ensemble de la courbe, avec surtout la suppression du biais tactique négatif sur les taux courts US.

Devises : pas de position.

L'exposition globale aux actions a baissé à 13.5% et 26.7% sur SMACG et SMADG, hausse de la duration modifiée à 2.4 et 4.7 respectivement.

Perspectives

A court terme, en l'absence de tout autre événement majeur sur les marchés et d'une instabilité financière croissante, le bon point est que la situation actuelle pourrait accélérer le moment de la pause de la Fed dans son cycle de resserrement monétaire. La désinflation américaine est déjà en marche, accentuée par les ajustements des prix de l'énergie et la normalisation des chaînes d'approvisionnement mondiales. Combiné à des données macroéconomiques résilientes, à la réouverture de la Chine et à un marché du travail solide, le pouvoir d'achat devrait s'améliorer. Cette période, si elle se produisait, pourrait impliquer une reprise des marchés à risque.

A plus long terme, la crise bancaire actuelle pourrait induire un durcissement des conditions de crédit, augmentant la probabilité d'un ralentissement plus prononcé au cours des prochains trimestres. À ce jour, les actifs risqués se sont plutôt bien comportés car les bénéfices se sont avérés assez résistants. Avec la diminution de l'impact positif de l'inflation sur les bénéfices et l'augmentation des risques sur le volume des ventes, les opportunités sur les actifs risqués pourraient s'estomper.

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009,

société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

www.ostrum.com