

OSTRUM – Gestion Quantitative Multi-Assets

Commentaire de gestion

Période du 02/12/2022 au 31/12/2022

Environnement et marchés

	02/12/2022	30/12/2022	Variation
S&P500	4071.70	3839.50	-5.70%
Eurostoxx50	3977.90	3793.62	-4.63%
MSCI All Country	633.54	605.38	-4.44%
NIKKEI 225	27777.90	26094.50	-6.06%
MSCI EM	973.85	956.38	-1.79%
Taux 10 ans US	3.486	3.875	0.389
Taux 10 ans allemand	1.856	2.571	0.715
Taux 10 ans italien	3.767	4.715	0.948
Euro Dollar	1.053	1.071	1.76%
Pétrole (Forward 1 mois)	79.98	80.3	0.35%
Vix	19.06	21.7	2.61
Gold	1795.9	1826.2	1.69%
Seeyond Conservative Fund	11390.83	11269.57	-1.06%
Seeyond Diversified Fund	13703.16	13423.18	-2.04%

Performance négative des portefeuilles sur la période, le mois de décembre a été comme le reste de l'année : négatif sur les marchés actions et obligataires. Après le rebond de novembre, le renversement de tendance a été mené par les banques centrales qui ont ajouté une pression sur les taux d'intérêts, malgré des signes croissants de ralentissement de la croissance un peu partout, sauf peut-être en Europe. Ainsi, les courbes de taux se sont pentifiées, avec des problèmes de liquidité (réduction du bilan) et tensions sur les maturités longues. De plus, les inquiétudes sur la croissance chinoise ont aussi contribué à ce mouvement de repli des marchés. Les portefeuilles ont souffert de cet environnement défavorable mais leur faible exposition aux actions et aux obligations a permis d'en réduire l'impact.

Faits marquants

Sur le plan macroéconomique, les enquêtes de conjoncture sont restées globalement stables aux États-Unis, tandis que les indices de la zone euro et l'indice PMI des services du Royaume-Uni ont surpris positivement en prolongeant leur progression par rapport à leur point bas. L'inflation a fini par s'orienter à la baisse dans toutes les économies, mais elle reste élevée et fait l'objet d'une surveillance étroite de la part de toutes les banques centrales. Aux États-Unis, l'indice ISM manufacturier a de nouveau reculé en novembre à 49 son plus bas niveau depuis mai 2020. Toutes les composantes ont diminué, à l'exception des livraisons des fournisseurs et des nouvelles commandes à l'exportation. Cependant, l'indice ISM des services a surpris le marché à la hausse, passant de 54,4 à 56,6 en

novembre. Côté emplois, le nombre total de créations d'emplois a augmenté de 263 000 en novembre, principalement dans les secteurs des loisirs et de l'hôtellerie, de la santé et des administrations publiques. Tandis que le taux de chômage est resté inchangé à 3,7% et la croissance des salaires a augmenté de 0,6% en novembre, soit de 4,7 % en glissement annuel. En zone Euro, les indices PMI ont progressé en décembre, les composantes de l'industrie manufacturière et des services atteignant respectivement 47,8 et 49,1. Malgré que la composante production du secteur manufacturier demeure inférieure à 50 pour le septième mois consécutif, elle s'est toutefois améliorée en absolu. L'inflation totale s'est repliée à 10,1 % en glissement annuel en novembre contre 10,6 % précédemment, sous l'effet du ralentissement des prix de l'énergie, dont la hausse est passée de 41,5 % à 34,9 % sur un an. En Chine, la croissance de l'activité a baissé sensiblement en novembre, les mesures liées à la politique du zéro Covid pesant sur l'économie. Les perturbations liées au Covid et le ralentissement de la demande mondiale (en particulier dans le secteur de la technologie) ont fortement freiné la dynamique des exportations. Au mois de décembre cependant, la politique du zéro Covid a finalement été modifiée au profit d'une transition vers moins de restrictions. Les responsables politiques chinois ont accéléré les préparatifs en vue de l'arrêt définitif de leur politique de zéro Covid, en réduisant les exigences en matière de tests et de quarantaine ainsi que leurs restrictions de mobilité à la suite des protestations publiques de la fin novembre. Au Japon, selon l'enquête Tankan de décembre, la conjoncture s'est détériorée dans le secteur manufacturier mais s'est nettement améliorée dans le secteur non manufacturier. Les composantes « capacités de production » et « conditions d'emploi » témoignent également d'une certaine amélioration.

Sur le plan monétaire, lors de la réunion du FOMC de décembre, la Fed a remonté le taux directeur à 4.25-4.50% mais a réduit la trajectoire de hausse des taux à uniquement 50 points de base, contre 75 points de base lors des précédentes réunions, tout en réitérant la perspective de nouvelles hausses à l'avenir avec des prévisions de taux à 5,1 % pour la fin de 2023. La BCE a indiqué qu'il était nécessaire de procéder à de nouvelles hausses de taux significatives lors de sa réunion de décembre, déclarant qu'un changement de cap n'était pas à l'ordre du jour, même si l'ampleur des hausses de taux a ralenti à 50 pb, contre 75 pb précédemment. La BCE a donné des indications sur sa politique de resserrement quantitatif, annonçant une réduction des réinvestissements de son programme d'achats d'actifs (APP) à 15 milliards d'euros/mois à partir de mars, montant qui pourrait être augmenté par la suite. La BoE a procédé à une augmentation de 50 pb après celle de 75 pb en novembre, seuls deux membres ont voté contre. Le marché a revu à la baisse ses prévisions de taux en réaction au procès-verbal de la BoE. La BoJ a élargi de ± 25 bp à ± 50 bp la marge de fluctuation autorisée pour les taux des JGB à 10 ans, le gouverneur Kuroda ayant déclaré que « le remaniement partiel du contrôle de la courbe des taux aura des effets plus stables sur le financement des entreprises, ce qui pourrait être plutôt positif pour l'économie ». La BoJ a également annoncé que le montant des achats mensuels de JGB passerait de 7,3 milliards de yens à environ 9 milliards de yens. En outre, elle proposera d'acheter des JGB à 10 ans à 0,5 % chaque jour ouvrable par le biais d'opérations d'achat à taux fixe afin de contrôler son niveau.

Sur le plan géopolitique, les ministres européens de l'Énergie sont parvenus à trouver un accord sur le plafonnement du prix du gaz, qui permettra de plafonner les prix dès que les prix observés sur le TTF (indice de référence européen) atteindront 180 €/MWh durant 3 jours. La Russie empêchera la vente de son pétrole aux pays utilisant le plafond de 60 \$/baril établi récemment par l'UE, le G7 et l'Australie. Les membres de l'OPEP ont maintenu leurs quotas de production, soit une réduction de 2 millions de bps jusqu'à fin 2023. La Chine a assoupli les conditions d'entrées des voyageurs étrangers en 2023 en supprimant la quarantaine obligatoire qui avait été mise en place en mars 2020. Plusieurs pays ont

commencé à exiger un test Covid-19 négatif pour les voyageurs en provenance de Chine en raison de l'envolée des contaminations.

Sur le change, les mouvements sur la période ont été plus mesurés, avec notamment une plus grande stabilité du dollar. L'euro est resté solide à la suite du ton de la BCE qui reste assez dur ce qui constitue un soutien pour le moment à la devise, à l'inverse de la Fed qui a un ton moins agressif. Le Yen a continué de nettement progresser, bénéficiant du soutien et des annonces de la BoJ concernant sa politique monétaire.

La volatilité implicite sur les actions et les obligations a stagné dans l'ensemble. Elle reste élevée sur les obligations, reflétant ainsi l'incertitude sur la politique monétaire mais elle demeure plus modérée sur les actions.

Gestion

Nous avons maintenu un profil de risque prudent dans les portefeuilles, en ligne avec les modèles stratégiques réduisant significativement les expositions aux marchés actions et obligataires en début de mois. Les principaux mouvements sur les actions consistaient à vendre les marchés américains, mais aussi plus faiblement japonais et émergents. Avec une légère progression sur la zone euro avec des signaux fondamentaux et techniques plus positifs. Nous avons également réduit la duration, le mouvement le plus important a concerné la zone euro, mais nous avons réduit tous les marchés obligataires. Au cours de la période, nous avons également mis en place des investissements durables (ESG) sur les deux classes d'actifs, tout en maintenant inchangé notre processus d'exposition flexible en couvrant dynamiquement les actifs physiques.

Les changements effectués dans les portefeuilles ont été les suivants :

- Actions : maintien d'une exposition réduite, prise en compte du signal stratégique. Nous avons conservé nos positions optionnelles de protection sur le SP500 à échéance 03/2023 et ouvert une nouvelle position sur le SX5E à échéance 01/2023.

- Taux : baisse de la duration en grande partie sur la partie longue de la courbe américaine sur le 10 et 30 ans. Nous avons clôturé notre pari relatif en faveur des obligations à 10 ans espagnoles contre le bund 10 ans allemand, tout en renforçant les obligations françaises et italiennes à la suite de la mise en place des investissements durables (ESG).

- Devises : maintien de notre achat d'Euro contre Gbp, car la BCE nous semble toujours en retard par rapport à la BoE dans son cycle de resserrement monétaire.

L'exposition globale aux actions est stable à 9% et 17% sur SMACG et SMADG, et la duration modifiée en baisse à 1.15 et 2.10 respectivement.

Perspectives

A court terme, après la forte tension sur les indices boursiers et sur les marchés obligataires en fin d'année, le risque haussier sur les taux réels est plus faible compte tenu du rebond rapide sur le mois écoulé. L'inconnue reste la vitesse de ralentissement de l'inflation aux Etats-Unis alors que la dynamique macro résiste un peu mieux dans les pays développés mondiaux, pour autant l'appétit pour le risque reste faible. Ce contexte pourrait être plus favorable à une reprise sur les marchés actions mondiaux car la dynamique macro est résiliente, mais très exposée aux prix de l'énergie, qui peuvent vite progresser en cas de baisse des températures, surtout en zone Euro. Autre soutien potentiel aux marchés, la

réouverture graduelle de l'économie chinoise et le positionnement encore prudent pourraient avoir un effet positif sur les actifs risqués.

A moyen terme, la principale question concerne le momentum et l'importance du ralentissement économique mondial. Historiquement, un resserrement aussi fort et rapide a toujours conduit à une récession profonde mais la résilience actuelle du marché du travail génère de l'incertitude quant à son calendrier. Nous savons que les politiques monétaires agissent avec retard sur l'économie réelle. Dans ce contexte, le ralentissement américain pourrait s'accroître autour des second et troisième trimestres de 2023. Par ailleurs, les effets positifs sur les fondamentaux mondiaux de la réouverture de la Chine vont s'estomper. De plus, les effets de base actuellement favorables à une diminution des pressions inflationnistes vont se dissiper au fil des trimestres. Les banques centrales resteront vigilantes et pourraient à nouveau durcir le ton. Un ralentissement plus prononcé de l'économie et des effets de second tour sur les pressions inflationnistes pourraient justifier un ajustement plus marqué des perspectives de bénéfices et une seconde jambe de baisse sur les marchés boursiers.