

OSTRUM – Gestion Quantitative Management / Multi-Asset

Commentaire de gestion

Période du 31/12/2022 au 20/01/2023

Environnement et marchés

	29/12/2022	20/01/2023	Variation
S&P500	3849.28	3972.61	3.20%
Eurostoxx50	3850.07	4119.90	7.01%
MSCI All Country	607.38	636.40	4.78%
NIKKEI 225	26093.67	26553.53	1.76%
MSCI EM	957.45	1036.24	8.23%
Taux 10 ans US	3.815	3.479	-0.336
Taux 10 ans allemand	2.438	2.177	-0.261
Taux 10 ans italien	4.530	3.993	-0.537
Euro Dollar	1.068	1.084	1.52%
Pétrole (Forward 1 mois)	78.40	81.6	4.13%
Vix	21.44	19.9	-1.59
Gold	1826.0	1928.2	5.60%
Seeyond Conservative Fund	11287.48	11409.02	1.08%
Seeyond Diversified Fund	13460.76	13754.85	2.18%

Performance positive des portefeuilles portée par le regain de l'appétit pour le risque sur la période. Les actions et les taux ont contribué positivement à la performance. Le change a contribué négativement.

Environnement

Semaine du 2 au 6 janvier 2023

La Fed peine à faire passer son message restrictif ; les taux baissent malgré un déluge d'émissions ; les actions surperforment en zone euro.

L'inflation est, à des degrés divers, l'ennemi des actifs financiers. Le rapide reflux des prix en zone euro se traduit immédiatement par un fort rebond conjoint des actions et des obligations. L'Euro Stoxx s'adjuge 4 % et les courbes de taux s'inversent de nouveau sous le poids des intérêts acheteurs d'obligations à long terme, malgré un déluge d'émissions de dettes souveraines et de crédit. Les minutes de la Fed laissent néanmoins entrevoir le dilemme des banquiers centraux dont le resserrement monétaire est en partie annulé par la détente des conditions financières. L'emploi reste très solide aux États-Unis et la dynamique salariale rend douteuse un ralentissement pérenne des prix vers la cible d'inflation. En Asie, la réouverture de la Chine traduit la primauté de l'objectif de croissance pour 2023, malgré la difficulté à contenir l'épidémie. Au Japon, la défense du plafond de 0,50 % sur les taux oblige la BoJ à des achats massifs qui alimentent la volatilité sur le dollar-yen à court terme. La monnaie nipponne touche 130 avant de refluer vers 134 en fin de semaine.

Les minutes du FOMC de décembre retranscrivent fidèlement le dilemme des banquiers centraux américains. L'inflation décélère. Les intervenants entrevoient une détente monétaire dès la fin de 2023. Au contraire, les projections de la Fed indiquent un relèvement de 75 pb à 100 pb avant un statu quo restrictif prolongé. La myopie des marchés, réagissant

aux derniers chiffres d'IPC, n'est pas surprenante, mais elle est contre-productive pour la Fed qui doit s'assurer d'un retour de l'inflation à l'objectif de 2 %. La baisse conjoncturelle des prix de l'énergie est aussi expansionniste et le dynamisme du marché du travail entretient une croissance forte des salaires, probablement incompatible avec une accalmie durable des prix. Les créations de postes ont une nouvelle fois surpassé les attentes en novembre (10,4 mn) de sorte que la somme des emplois vacants et de l'emploi reste largement supérieure à la population active. Le choc d'offre est en fait permanent. En décembre, les créations d'emploi s'élevèrent à 228k selon les NFP, un chiffre supérieur à l'estimation de l'ADP (+ 182k). Les salaires progressent rapidement et les ménages bénéficieront cette année de la revue du barème de l'IR qui ajoutera 1 pp de revenu réel disponible. La croissance du 4T 2022 se situe probablement entre 3 % et 4% en rythme annuel. L'ISM des services, sous 50 en décembre, nuance toutefois ce constat. En zone euro, la baisse de l'inflation, amplifiée par les boucliers énergétiques, en Allemagne notamment, est bienvenue, car elle efface les scénarios extrêmes de récession forte. La résilience de l'activité transparait désormais dans la plupart des enquêtes. Toutefois, l'inflation totale, en repli à 9,2 % en décembre (flash), masque la poursuite de l'accélération de l'inflation sous-jacente (5,2 %). La BCE n'aura pas le loisir de dévier de sa trajectoire restrictive.

Le débat sur le taux terminal n'est pas encore installé comme une thématique centrale pour les marchés en zone euro. L'Euro Stoxx 50 s'envole de 4 % avec de très fortes progressions des valeurs bancaires et des cycliques. En revanche, les marchés américains, freinés par les minutes et l'emploi, sont moins bien orientés, malgré un rebond vendredi après l'ISM des services. Selon EPFR, les rachats sur les fonds actions américains (5 Mds \$, dont un biais vendeur net sur la technologie) sont réemployés vers les fonds monétaires (112 Mds \$ de collecte) et obligataires. Les annonces de licenciements parmi les géants de la cote pèsent sur les indices, mais la saison des résultats ne devrait pas marquer d'inflexion majeure. Sur l'obligataire, les taux à 10 ans ont renversé la correction de fin d'année. Le rendement du Bund baisse violemment de près de 35 pb pour rejoindre 2,20 %. Le mouvement de pentification de décembre s'inverse de nouveau, de sorte que le spread 2-10 ans retrouve ses plus bas de 2022 à - 37 pb. Le calendrier d'émissions était pourtant chargé, avec les syndications portugaise (emprunt à 15 ans à MS + 75 pb) et irlandaise (20 ans verte) largement sursouscrites et des emprunts de la BEI et l'OAT avant ceux de l'UE, cette semaine. Les spreads souverains se sont resserrés, la semaine passée. L'OAT s'échange autour de 50 pb, alors que le BTP se traite proche des 200 pb. La hausse du besoin net de financement des États et l'imminence du QT dès le mois de mars menacent néanmoins de remettre en cause le resserrement des spreads. Aux États-Unis, les commentaires des banquiers centraux après la publication des minutes ont ravivé la tendance à l'inversion de la courbe des taux. L'écart 2-10 ans a replongé de - 48 pb le 28 décembre à - 75 pb actuellement. Le portage négatif sur les obligations à long terme ne décourage pas les flux. La demande de Treasuries des investisseurs non-résidents reste forte, en dépit du coût de la couverture de change.

Le marché du crédit a bien absorbé un déluge d'émissions la semaine passée. Les dettes financières restent surreprésentées sur le marché primaire, mais les émissions non-financières accéléreront à 8-13 Mds €, cette semaine. Les spreads se sont légèrement écartés (+ 3 pb) dans un contexte globalement favorable au risque, étant donné le net rétrécissement des spreads sur le high yield (- 25 pb). Ainsi, le crossover (448 pb) entame 2023 sur les chapeaux de roue, avec un resserrement de 28 pb.

Semaine du 9 au 13 janvier 2023

La hausse des marchés alimentée par la désinflation et les espoirs de détente monétaire risque de se heurter à la reprise en Chine

L'inflation américaine s'annonçait comme la publication économique phare de la semaine. L'absence de surprise sur le chiffre entretient le rebond généralisé observé en ce début d'année. Les actions s'adjugent 5 % à 6 % aux États-Unis, selon les indices profitant d'un dollar en baisse qui traduit un scénario idyllique de désinflation et de détente monétaire. Les actions européennes gagnent 2 %. Sur les marchés de taux, les émissions obligataires totalisent un montant inédit de 100 Mds €, cette semaine. Les nouveaux emprunts n'empêchent pas un resserrement généralisé des spreads. Le 10 ans américain oscille autour des 3,50 %, après avoir rebondi, par deux fois, sur le point technique de 3,42 %. Les spreads souverains rejoignent les points bas de l'automne, de sorte que le BTP italien tutoie de nouveau les 180 pb à 10 ans. Le high yield se resserre de plus de 20 pb, en Europe comme aux États-Unis.

L'inflation américaine de décembre ressort en ligne avec les attentes à 6,5 % sur douze mois. La décélération de l'inflation provient principalement du reflux des prix de l'énergie, à l'exception du gaz domestique et de l'électricité, en hausse, malgré la tendance baissière sur les marchés à terme. L'inflation sous-jacente diminue aussi à 5,7 % contre 6 % le mois précédent. Cela étant, les prix des services pointent toujours à la hausse. Hors énergie, l'inflation des services dépasse ainsi 7 % sur un an. Le logement se renchérit aussi à hauteur de 0,8 % au mois de décembre, avant une lente décélération attendue à partir du printemps. En bref, la normalisation des prix des biens se heurte encore à l'inertie de l'inflation dans les services. Parallèlement, la réouverture de la Chine risque de remettre en cause le retournement des prix des biens. Le réveil chinois provoque un allongement significatif des délais de livraison et un redressement rapide des prix des métaux industriels (cuivre, métaux ferreux). En outre, la demande de pétrole chinoise remonte en décembre à 48 millions de tonnes. La « désinflation immaculée », nouveau vocable à la mode accompagnant le tournant haussier des marchés financiers, s'avèrera peut-être « transitoire » (sic). L'amélioration des perspectives en Chine trouve un écho en Europe. La production industrielle en zone euro s'est stabilisée. En France, la production d'électricité nucléaire se redresse progressivement. Le PIB allemand a probablement stagné au 4e trimestre, pour une croissance annuelle d'1,9% en 2022, bien loin des scénarios catastrophes évoqués l'an passé.

L'environnement monétaire témoigne de la difficulté des Banques centrales à ancrer leur politique restrictive. L'IPC, conforme aux attentes à 6,5 %, s'accompagne d'une baisse des rendements des Treasuries. Les banquiers centraux se succèdent pour rappeler leur engagement à poursuivre le resserrement, mais un consensus se forme au sein du FOMC pour des hausses plus mesurées de 25 pb désormais. Le 2 ans retombe à 4,15 %, au plus bas depuis octobre. La courbe des taux reste inversée avec un spread 2-10 ans à - 68 pb. La mémoire des rendements à 10 ans à 2 % en moyenne entre 2012 et 2021 entretient la demande de Treasuries. Cela étant, le portage d'une position acheteuse, soit le coût d'opportunité des obligations, est défavorable. Une remontée brutale des rendements à long terme constitue un risque, si la croissance se prolonge. En zone euro, la baisse de l'inflation énergétique réduit considérablement les risques liés à l'activité. Cependant, l'augmentation de l'inflation sous-jacente milite encore pour un durcissement monétaire de la BCE. Les anticipations de marché indiquent un taux de dépôt à 3,25 % au printemps. Le bilan de la Banque se réduit à travers des remboursements de TLTRO (63 Mds € supplémentaires en janvier), avant le resserrement quantitatif en mars. Malgré cela, le Bund (2,15 %) s'échange quasiment au niveau du dépôt. Les nombreuses syndications de janvier attirent une très forte demande des investisseurs institutionnels. Le total hebdomadaire d'émissions ressort à

100 Mds €. L'OAT française se traite sous les 50 pb contre Bund. La réforme des retraites est un élément positif pour les finances publiques, mais la trajectoire budgétaire reste problématique à terme. La dette italienne est aussi recherchée. La couverture des positions spéculatives vendeuses de BTP se poursuit portant le spread vers 180 pb, soit les points bas de début décembre. L'effet homothétique des taux et des spreads persiste, de sorte que les souverains réagissent proportionnellement aux variations du Bund. Ainsi, les PGB et Bonos espagnols se resserrent sous le seuil de 100 pb.

Le marché du crédit connaît une embellie qui fait écho à la fois à la baisse des rendements souverains et à la hausse des actions. Le primaire fourni freine quelque peu le rétrécissement des spreads IG (- 3 pb depuis le 31 décembre). En l'absence de primaire, le high yield se resserre davantage, de 30 pb en Europe à 50 pb aux États-Unis, depuis le début de l'année. Les niveaux de rendements inconnus depuis 10 ans permettent de tourner la page de 2022. Le crédit euro offre en effet des rendements de 4 %, supérieurs aux dividendes des actions et bien supérieurs aux 0,5 % de janvier 2022.

Sur les marchés d'actions, le rebond des valeurs à fort bêta se poursuit. La surperformance du S&P équipondéré par rapport à l'indice pondéré par les capitalisations témoigne de l'ampleur de la vague de revalorisation. La baisse de l'euro permet au marché américain de combler son retard de performance face à l'Europe. Les premières publications bancaires sont néanmoins mitigées. Le sentiment envers les actions européennes s'est néanmoins amélioré. Les foncières et la consommation surperforment dans le sillage de la technologie.

Semaine du 16 au 20 janvier 2023

Les marchés financiers sont souvent guidés par une croyance optimiste d'un soutien indéfectible des banques centrales. La désinflation rapide, limitée de fait au prix des biens, est sensée ouvrir la voie d'un allègement monétaire précoce aux États-Unis. C'est la raison essentielle de l'appréciation forte des actifs risqués depuis le début de l'année. La rumeur d'une hausse du taux de dépôt réduite à 25pb dès le mois de mars, pourtant contraire aux communications de Philip Lane et Christine Lagarde, a déclenché une nette baisse du rendement du Bund sous le plancher de 2% et une hausse réflexe de l'EuroStoxx. Les banquiers centraux n'ont pas dévié de leur message restrictif. La hausse des actifs risqués s'est logiquement modérée dans la seconde partie de la semaine. Les prises de profits traduisent l'ampleur des excès de la première quinzaine de janvier et des publications économiques médiocres aux États-Unis. De son côté, la BoJ s'amuse des anticipations de marché après le relèvement du plafond du 10 ans à 0,50% le mois dernier. Cette politique implique des interventions massives sur le marché des JGBs qui ne peuvent être maintenues indéfiniment. Le statu quo a engendré un surcroît de volatilité sur le yen, qui reprendra rapidement le chemin de la hausse.

Sur le plan conjoncturel, les publications américaines dépeignent un affaiblissement de l'activité en fin d'année dernière. Les ventes au détail ont de nouveau diminué de 1,1% en décembre après un mois de novembre en contraction. Certes, la baisse des prix des biens (énergétiques en particulier) amplifie le déclin de la dépense nominale mais la faiblesse de la demande est visible dans la plupart des secteurs. Les enquêtes manufacturières régionales de New York et, à un degré moindre, de Philadelphie font écho à la baisse de la production industrielle sur les deux derniers mois de l'année. La croissance au 1er trimestre sera sans doute plus faible que les 2,5-3% qui devrait ressortir de la publication du PIB du 4ème trimestre cette semaine. En zone euro, l'économie a stagné en fin d'année dernière. La consommation de biens a néanmoins ralenti. L'inflation de décembre a été confirmée à 9,2% avec un indice hors énergie et alimentaire qui pointe encore à la hausse à 5,2%. En revanche, une contraction du PIB au 4ème trimestre se dessine au Royaume-Uni. Le

contexte social pèse sur la consommation même si l'emploi et les salaires restent dynamiques.

La hausse des marchés est alimentée par les espoirs d'une fin anticipée du resserrement monétaire. Cela se traduit par des rendements souverains à 10 ans déjà près de 50 pb sous les niveaux de clôture annuelle. Le Bund a fait une brève incursion sous le seuil de 2% avant de revenir vers 2,15%. L'inversion de la courbe continue de s'accroître. Les émissions obligataires totalisent pourtant quelque 600 Mds \$ dans le monde depuis le début de l'année. Les spreads souverains profitent de la direction des taux de sorte que les points bas de l'automne sont enfoncés. Le BTP italien s'échange sous 180 pb dans un mouvement général de rétrécissement des primes. L'OAT traite à moins de 45 pb. La syndication de 3,5 Mds € de 10 ans en Grèce a toutefois freiné ce mouvement sur le marché des GGB. Aux Etats-Unis, le plafond de la dette est atteint obligeant le Trésor à des contorsions habituelles pour éviter le défaut. Ce psychodrame récurrent tend à aplatir la courbe des taux. Dans ce contexte politique tendu mais aussi en raison des attermoissements de la BoJ sur sa politique de ciblage des taux, le T-note s'est échangé à 3,32% au plus bas hebdomadaire. L'écart 2-10 ans se situe en fin de semaine à -74 pb. En outre, la surperformance du 5 ans américain, qui témoigne du caractère directionnel du mouvement de taux, accentue le butterfly spread 2-5-10 ans à -54 pb. Au Japon, la BoJ retarde le relèvement du plafond ou l'abandon de la politique de contrôle du 10 ans. Elle s'oblige ainsi à acheter des montants colossaux de JGBs qui s'élevaient en décembre à l'équivalent de 6 pp de PIB.

La tendance à la baisse des rendements est d'autant plus étonnante que le marché primaire bat des records d'émission. Plus de 600 Mds \$ ont déjà été adjugés cette année sur l'ensemble des marchés de taux et de crédit. Si les syndications de début d'année sont habituelles, les flux nets attendus au cours de prochains trimestres devraient peser. C'est la zone euro qui semble la plus vulnérable au besoin de refinancement accru des états, des financières et des entreprises non-financières. Jusqu'à présent, les spreads de crédit absorbent sans difficulté le déluge de nouvelles émissions. Les flux favorables au crédit européen et le niveau de trésorerie dans les fonds au début de l'année ne seront peut-être pas extensibles à l'infini. Le spread moyen sur l'IG se resserre de 9 pb en 2023 à 158 pb contre Bund. L'essoufflement du resserrement des swap spreads, autour de 60 pb sur le Bund à 10 ans, constitue peut-être un premier signe d'indigestion. Le high yield européen, épargné par le primaire, affiche un net resserrement de 40 pb en trois semaines.

Les marchés d'actions respirent après un début d'année euphorique. L'EuroStoxx 50, en baisse la semaine passée, gagne encore 8,5% en 2023 malgré la hausse de l'euro-dollar. Les bancaires, la consommation de base et la technologie sont les paris gagnants combinant croissance et valeur. Aux Etats-Unis, les chiffres d'affaires flatteurs avec la baisse du dollar (+7% sur les 55 premières publications du S&P 500) ne compensent pas totalement les pressions sur les coûts salariaux (banques, technologie).

Gestion

Les modèles stratégiques ont apporté les changements suivants :

-Actions : amélioration du signal stratégique fondamental. Par rapport au mois précédent, tous les marchés progressent à l'exception du Canada, de la Suisse et des EM. Parmi les indicateurs des modèles, le « momentum » des bénéficiaires reste un facteur de soutien alors que l'inflation continue de peser négativement. Les régimes de risque sont négatifs pour les US, le Japon et les EM, neutres au RU et en Suisse, et positifs dans la zone Euro et en Australie. On notera le passage en « safe » des conditions de risque dans les EM et la zone

Euro ; elles sont encore en « neutral » selon notre indicateur « MTI » (« Market Tension Indicator ») aux US.

-Taux : les modèles stratégiques fondamentaux s'améliorent. Cependant, ils restent ancrés en territoire négatif en Allemagne, au RU, en Australie et au Canada ; ils sont à présent légèrement positifs aux US et au Japon.

Au total, les portefeuilles stratégiques est devenu légèrement plus exposé aux actions et aux taux.

Les changements effectués dans les portefeuilles ont été les suivants :

- Actions : hausse de l'exposition via l'achat d'actions américaines, européennes et japonaises. Nous avons un biais tactique globalement positif sur les actions et un biais relatif sur les actions japonaises qui pourraient bénéficier d'un retour du Yen à court terme.

- Taux : hausse graduelle de la duration via les taux US et japonais principalement mais maintien d'un biais tactique légèrement négatif. Nous avons maintenu un biais tactique relatif prudent sur le Bund en raison du retard de la BCE dans son cycle de resserrement monétaire. Nous sommes positionnés à l'aplatissement de la courbe américaine à la faveur du 10 ans et 30 ans, contre le 2 ans et le 5 ans car le marché, qui prévoit une rapide baisse de taux de la part de la Fed en 2023, nous semble complaisant.

- Devises : renforcement du long Euro (retard de la BCE) contre Gbp (risque de récession plus élevé).

L'exposition globale aux actions a augmenté à 15% et 30% sur SMACG et SMADG, tout comme la duration modifiée à 2.4 et 4.6 respectivement.

Perspectives

A court terme, dans les 3 à 6 prochains mois, les valorisations ne sont pas excessives sur les actions et le positionnement des investisseurs est toujours très prudent. Par ailleurs, les risques sur la croissance paraissent limités en raison du « credit impulse » chinois qui pourrait se diffuser, au moins temporairement, au reste du monde. Dans ce contexte, une désinflation américaine telle que nous l'espérons, une pause monétaire imminente de la Fed et une dépréciation du dollar US devraient être de nature à porter les actions sur des niveaux plus élevés.

A moyen terme, les effets retardés du durcissement des politiques monétaires mondiales vont finir par se matérialiser. Quelle sera l'ampleur du ralentissement de la croissance mondiale ? Ce dernier sera-t-il suffisant pour contrer durablement les pressions inflationnistes ? Les banques centrales parviendront-elles à baisser les taux ou a minima de les stabiliser ? Les risques géopolitiques peuvent-ils s'atténuer ? Autant de questions qui devraient maintenir un niveau d'incertitudes et de volatilité assez élevé sur l'ensemble de l'année 2023.