
La guerre en Ukraine, une crise non systémique pour les marchés

31 mars 2022



Chers Partenaires, chers Investisseurs,

L'économie mondiale a terminé l'année 2021 en fanfare (très forte croissance au quatrième trimestre dans tous les pays du monde, historique en intensité et synchronisée). Cette dynamique a perduré en janvier-février 2022 grâce aux facteurs suivants :

- Plein emploi & croissance au-dessus du potentiel ;
- Fortes dépenses des ménages qui ont épargné pendant le Covid ;
- Inflation passant de transitoire à cyclique ;
- Changement de discours des banques centrales reconnaissant ce scénario.

La conséquence a été le début d'un cycle de surperformance long terme des actifs cycliques et « value » pour toutes les classes d'actifs, ainsi qu'un mouvement prononcé de vente sur les obligations du G4 (US, Allemagne, UK, Japon). Ce cycle a été très favorable au positionnement de nos portefeuilles en début d'année et **nous conservons notre vue de long terme sur cette rotation majeure.**

Malgré la violence du conflit en Ukraine et son intensité, **ni celui-ci ni les sanctions sur la Russie ne constituent un risque systémique pour les marchés financiers.** Cela signifie que la réaction de ces derniers se rapproche de celle que nous avons vécue lors du Brexit. La crise du Covid ou la faillite de Lehman Brothers ont déclenché, de leur côté, des crises globales avec des conséquences plus longues et plus profondes pour les marchés.

Lors d'une crise localisée, le choc est symétrique par nature avec pour conséquences :

- d'une part, une forte baisse des actifs directement concernés par la crise (sortie des indices globaux, augmentation de la volatilité, décisions de comités d'investissements, flux de rachats globaux à ajuster)
- d'autre part, une baisse d'autres actifs risqués, périphériques à la crise, dans un effet de contagion limitée.

Les actifs touchés par contagion retournent mécaniquement à la normale par l'arrivée de nouveaux investisseurs opportunistes et non-contraints. Pour les actifs directement concernés par la crise, la normalisation pourra être plus longue si leurs fondamentaux se sont dégradés. Concernant les actifs russes, il serait très prématuré à ce stade de parler de dégradation des fondamentaux. **Ceux-ci devraient donc continuer à se normaliser.**

Gestion des actifs russes :

Compte tenu de la dépréciation des actifs russes jusqu'au 7 mars, marquant la partie mécanique du mouvement, notre exposition sur le rouble a baissé notamment via la chute des prix sur la dette locale, et des ajustements sur certains de nos portefeuilles. Nous avons donc décidé récemment de rééquilibrer notre exposition sur les actifs russes via l'acquisition de dette locale à des prix fortement décotés (valorisés entre 3% et 8% du pair), qui représente une forme d'optionnalité.

A l'heure actuelle, les sanctions continuent d'affecter la libre formation des prix des actifs russes sur les marchés « offshore », marchés auxquels les investisseurs internationaux ont accès. Pour autant, la liquidité de ces actifs s'améliore sur les marchés internationaux dans la mesure où, du côté du marché « onshore » sur lequel traitent les investisseurs locaux, les mêmes actifs s'échangent à des prix bien supérieurs.

Ces meilleurs niveaux de prix sur le marché local se justifie par le fait que :

- La Russie a déjà rouvert son marché d'actions pour les investisseurs locaux ;
- Elle verse des coupons en rouble localement, et paie des coupons libellés en dollar US sur sa dette extérieure ;
- Les fondamentaux restent globalement bons : un ratio dette/PIB extrêmement faible (environ 15%) et des revenus très élevés en raison de la hausse des prix du pétrole et du gaz, n'augurant donc d'aucun problème de solvabilité, même dans un scénario extrêmement défavorable ;
- La banque centrale russe a rouvert le marché local de la dette souveraine pour les investisseurs locaux et a indiqué son intention d'acheter des obligations dans le but de bénéficier de prix bas et gérer le profil de sa dette ;
- La Russie a une forte incitation à verser ses coupons futurs puisque les banques russes devraient payer des montants importants aux banques étrangères en cas de défaut (déclenchement des Credit Default Swaps).

En conséquence, **la réouverture du marché obligataire local** offre un profil asymétrique pour les portefeuilles sans en affecter leur liquidité.

Pourquoi conservons-nous notre exposition sur la Russie malgré le fort rebond des derniers jours ?

Le rouble s'est fortement déprécié dans le sillage d'un mouvement mécanique pour atteindre 163 contre USD le 7 mars. Il retraite aujourd'hui autour de 84, soit proche des niveaux d'avant-conflit. En effet, la Russie étant un pays qui exporte en dollar et non en rouble, n'a donc aucun intérêt à la faiblesse de sa devise qui renchérirait ses importations, serait inflationniste et créerait du désordre social. Au contraire, la Russie a intérêt à un rouble fort et sa banque centrale dispose de tous les moyens pour piloter les parités du rouble contre les autres devises via les taux d'intérêt d'abord mais aussi via les flux en USD encaissés par les exportateurs russes de matières premières que la banque centrale force à convertir en rouble.

Par la suite, la Russie pourrait décider, soit de baisser ses taux d'intérêt, soit de ne plus forcer ce contrôle des capitaux. Dans ce cas, le rouble pourrait cesser de s'apprécier, mais ce mouvement serait positif à l'inverse pour le prix des obligations. Entretemps, le rendement pour les détenteurs de roubles reste très important.

C'est pourquoi nous conservons notre exposition sur la devise mais également sur la dette. L'exposition longue sur le rouble et la dette russe de nos fonds au 29.3.2022 est inférieure à l'entrée de crise et l'exposition longue sur le rouble de nos fonds au 29.3.2022 est inférieure à 7,4% de leur exposition brute globale aux devises. La possibilité d'accéder à nouveau au marché local en rouble permettrait aux investisseurs internationaux de recevoir leur paiement de coupons et dividendes et provoquerait la convergence des prix « offshore » par rapport aux prix « onshore » qui traitent à des niveaux supérieurs.

Gestions des positions globales :

En termes de construction de portefeuille, nous restons exposés sur des stratégies de valeur relative car les stratégies directionnelles offrent peu de rendement même dans un scénario de solution diplomatique.

| Scénario de marchés | Obligations G4 en directionnel | Actions en directionnel |
|---|---|-------------------------|
| <u>Scénario 1 :</u> Aucune solution diplomatique - Récession | Aucune performance en raison de la hausse de l'inflation | Performance négative |
| <u>Scénario 2 :</u> Sortie diplomatique - Reflation | Coût net car hausse de la croissance et maintien des politiques monétaires restrictives | Performance neutre |

| Allocation H2O AM dans les deux scénarios de marché | | |
|--|---|--|
| Stratégies relatives sur Obligations G4 | Stratégies relatives sur Actions | Stratégies relatives sur Devises |
| <ul style="list-style-type: none"> Position nette vendeuse : performance positive de la hausse des taux G4 Arbitrages obligataires avec une exposition sur la dette italienne dont les taux convergent vers les taux allemands (objectif spread < 60 bps sur les taux 10 ans) Obligations mexicaines et sud-africaines qui bénéficient de flux de fonds de pension | <ul style="list-style-type: none"> Risque directionnel neutre dans nos portefeuilles et prime aux valeurs cycliques et « value » qui sont sous-détenues et sensibles aux taux d'intérêt : <p>Achat :</p> <ul style="list-style-type: none"> Banques européennes Autos européennes Emergents <p>Vente :</p> <ul style="list-style-type: none"> Tech européenne Agro-alimentaire européen Mid-caps américaines <p>Cette allocation profite de la hausse des taux et de la croissance au-dessus du potentiel.</p> | <ul style="list-style-type: none"> Rendement élevé des positions sur le rouble et autres stratégies de change EM cycliques (BRL, MXN etc) Achat de JPY qui s'est déprécié en tendance depuis le début de l'année via une banque centrale très accommodante. Ce mouvement est déjà reflété dans les prix et les flux de rapatriement d'institutionnels japonais soutiendront le change en cas de forte dépréciation. Vente de USD : <p>Risque :</p> <ul style="list-style-type: none"> Détention extrême ; Surévaluation ; Perte de statut de devise de réserve mondiale via la possibilité de sanctions unidirectionnelles sur d'autres pays (jurisprudence du conflit russe). <p>Rendement :</p> <ul style="list-style-type: none"> Taux réel négatif à court et moyen terme ; Politique monétaire restrictive ; Perte d'attractivité des actifs US en raison de la hausse des taux et baisse du marché de crédit. |

Ce que le conflit pourrait changer :

Le calendrier politique de la transition écologique s'est accéléré. Au lieu de gérer la transition thermique/traditionnelle vers l'écologique/électrique de façon progressive (en coupant progressivement le premier pour monter en puissance sur le second), l'Europe va devoir investir de manière importante sur la transition écologique sans pouvoir réduire l'importation d'énergies fossiles. Cela devrait fortement augmenter les investissements et la création d'emploi : l'impact pourrait être inflationniste, mais c'est aussi une source de croissance notamment pour l'Europe.

Quel potentiel de performance pour nos fonds ?

Nous avons récupéré une grande partie des baisses liées à la crise russe. Les stratégies relatives que nous détenons dans nos portefeuilles offrent un potentiel de rebond totalement renouvelé.

Nos produits pourraient avoir de l'intérêt pour des investisseurs :

- investis sur des stratégies directionnelles et souhaitant se diversifier sur des stratégies relatives ;
- voulant s'exposer de manière positive aux actifs des pays émergents, les premiers gagnants du cycle actuel ;
- voulant se protéger de la hausse de l'inflation et bénéficier de la rotation de marché vers les actifs cycliques : les stratégies gagnantes des 10 dernières années deviennent les perdantes des 10 prochaines.

Communication rédigée le 31 mars 2022.

Disclaimer

Ce document est destiné à l'information des porteurs de parts. Il ne saurait être utilisé à d'autres fins que celles auxquelles il est destiné, ni être reproduit, distribué ou transmis en totalité ou en partie à des tiers sans l'autorisation écrite et préalable de H2O AM Europe. Ce document a été élaboré uniquement à des fins d'information. H2O AM Europe décline toute responsabilité en cas de décision prise ou non sur la base des informations contenues dans le présent document ou en cas d'utilisation, quelle qu'elle soit, desdites informations pouvant être faite par un tiers.

Pour plus d'informations sur nos fonds, veuillez vous référer aux DICl (Documents Clés pour l'Investisseur) disponibles sur le site Internet : www.h2o-am.com. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

H2O AM Europe, 39 avenue Pierre 1er de Serbie, 75008 Paris, France.
Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro GP-19000011.
Société par actions simplifiée immatriculée au RCS de Paris sous le n° 843 082 538.

H2O AM L.L.P. est une société de gestion de portefeuille autorisée et régulée par le Financial Conduct Authority ("FCA"), et enregistrée avec le numéro d'enregistrement 529105. H2O Asset Management L.L.P. est enregistré auprès du registre des sociétés anglaises sous le numéro OC356207. Le registre de la FCA est consultable sur le site <http://www.fca.org.uk/>. Le siège social de H2O Asset Management L.L.P. est 6th Floor, East Wing, 33 Cavendish Square, London, Royaume Uni.