
Jusqu'à mi-février, dans des conditions de marché jusqu'alors difficiles avec une baisse sensible de la plupart des indices boursiers, les fonds H2O enregistraient des performances sensiblement positives, démontrant la capacité des stratégies « global macro » à apporter de la diversification au sein d'une allocation de portefeuille. Nous développons, en effet, depuis mars 2020, un scénario de croissance forte générant une inflation plus importante qu'anticipée et une réaction plus vive des banques centrales.

Compte tenu du conflit en Ukraine, ces mêmes stratégies sous-performent fortement ces derniers jours.

Nous avons déjà connu des périodes de repli lors de chocs locaux/ régionaux - cela fut notamment le cas durant la crise grecque en 2015, lors de la forte baisse du prix du pétrole fin 2015/début 2016 ou du Brexit en 2016 - suivies par une forte surperformance. Cette crise présente les mêmes caractéristiques au niveau financier, contrairement à celle liée au Covid de nature systémique. Elle ne remet pas en cause notre scénario central, même si nous réévaluons quotidiennement la situation en cas d'escalade.

Quel est l'impact sur nos portefeuilles ?

Nos fonds affichent une performance négative au cours des derniers jours. Les principaux contributeurs à cette sous-performance sont les suivants :

- nos stratégies sur les devises, qui comportent une exposition à un panier de devises émergentes, dont le rouble russe,
- la stratégie vendeuse d'obligations américaines, les obligations américaines ayant bénéficié de leur statut de valeur refuge,
- la stratégie vendeuse de dollar américain, le dollar US remplissant sa fonction protectrice en période de turbulence de marchés,
- pour les fonds concernés, nos stratégies actions privilégiant les valeurs européennes et cycliques notamment
- en parallèle, les autres stratégies en portefeuille n'ont pas contrebalancé cette baisse

Cependant, lorsque le marché se stabilisera et que les corrélations se normaliseront, ces stratégies devraient se redresser fortement.

Nous n'avons pas d'exposition aux actions russes. En ce qui concerne la dette russe, nos fonds ont une exposition comprise entre 0% et moins de 1,5% aujourd'hui. Nous sommes par ailleurs exposés de longue date à un panier de devises émergentes dont le rouble russe. L'exposition longue sur le rouble russe de nos fonds au 3.3.2022 est inférieure à 7,5% de leur exposition brute global aux devises.

Jusqu'au 24 février, la décision de maintenir l'exposition de nos portefeuilles aux actifs russes reposait sur la capacité de la banque centrale russe à intervenir, ainsi que sur l'importance de ses réserves de change en cas de pression sur sa devise (630 milliards de dollars de réserves). Les sanctions visant à interdire à la banque centrale russe d'accéder à ses réserves ont changé la donne et modifié notre évaluation de la situation.

Depuis le 24 février 2022, nous avons :

- Réduit notre exposition à la dette russe car de nouvelles sanctions pouvaient nuire à leur liquidité ;
- Maintenu notre exposition au rouble russe, et ce pour trois raisons:
 1. Contrairement aux classes d'actifs obligataires et actions, nous pensons que le marché des devises restera ouvert ; les marchés de change n'ont historiquement jamais été affectés en même temps que les marchés d'actifs financiers (obligations et actions)
 2. Les entreprises exportatrices russes sont forcées de convertir en rouble 80% de leurs profits, soit environ \$45mds par mois, tandis que les locaux ont interdiction d'acheter des devises étrangères, créant un déséquilibre en faveur de l'appréciation du RUB
 3. Le rouble russe comporte aujourd'hui une couverture intégrée. Plus le risque d'escalade est élevé, plus la réaction des banques centrales américaine et européenne sera forte pour soutenir le marché par des mesures fiscales, et ainsi protéger les consommateurs de la hausse des prix de l'énergie et des déséquilibres macroéconomiques. Nos portefeuilles conservent donc un bêta positif sur les matières premières, bénéficiant notamment de la hausse des prix du pétrole.

Enfin, nous considérons que la vente des actifs russes ne devrait pas être réalisée à un prix fortement décoté qui avantage les acheteurs, y compris le gouvernement russe, au détriment des porteurs de parts.

Paris / Londres, rédigé le 3 mars 2022 (mis à jour le 7 mars)

Disclaimer

Le présent document 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. Ce document a été élaboré uniquement à des fins d'information. H2O AM 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.

H2O Asset Management 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 10 Old Burlington Street, London W1S 3AG, Royaume Uni.

H2O AM Europe est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro GP-19000011, <https://www.amf-france.org>

Société par actions simplifiée immatriculée au RCS de Paris sous le n° 843 082 538. H2O AM Europe, 39 avenue Pierre 1er de Serbie, 75008 Paris, France.