

[-English version- \(French version below\)](#)

Significant value in emerging market currencies

Written by **Sylvain Barrette**

Published on 28.06.2023 • Edited at 04.07.2023 at 11:16

Share



Delano sat down with Vincent Chailley, chief investment officer, H2O Asset Management in Luxembourg, to discuss the firm's investment outlook, on 22 June 2023. Photo: H2O Asset Management

Vincent Chailley, chief investment officer at H2O Asset Management, outlined his views on several economic indicators, as well as proposing a diversified portfolio of positions based on discounted assets, good yields and improving risk profile during an interview with Delano.

“Further rate hikes by the central banks and the maintenance of high interest rate should be expected,” said Vincent Chailley, CIO, H2O Asset Management, which has €11.6bn in assets under management as of 31 December 2022, during an interview on 22 June 2023. “This is the result of fundamentally robust economies in the US, Europe and Asia with low synchronised unemployment rates supporting demand.” Secondly, Chailley does not see major sources of unbalances or excesses as observed in 2008-09.

“We thought last year that the inflation would be temporary. It is no more,” noted Chailley. He thinks that the very slow decline in core inflation anchors general inflation

expectations through second round effects on salary or rental negotiations. This has been observed in the UK, with inflation flaring up again.

“Market expectations sound about right with the terminal rate priced at around 4% for the ECB and 25bps to 50bps of additional hikes at the Fed,” he stated. The market suggests a rapid decline after reaching these terminal rates. Chailley thinks that it will not happen, given that he sees no rate cut within the coming year and that the central banks will not start the process before having inflation under control.

Could the recession be harder given the ever-deeper inversion of the yield curve?

Chailley explained that the market is pricing such an outcome, but H2O expects a different development. Despite the negative impact of higher interest rates, H2O expects a “gradual deceleration” or a “soft landing” of the US economy within the coming year given the absence of major imbalances or any catalysts.

On the other hand, Chailley thinks that imbalances are likely to arise on the back of elevated interest rates with refinancing biting harder on companies and household in the next 9 to 15 months.

The US equity market has been the main beneficiary of the generous monetary conditions in the last 15 years



Vincent Chailley, chief investment officer , H2O Asset Management

Chailley believes that the inversion of the yield curve (10-year minus 2-years) may be the result of technical factors such as the “bond conundrum on treasury” whereby rates were maintained at lower levels on the back of strong international demand and central bank purchases. Without these technical factors, he estimates that the curve would be about flat against around minus 100 bps, currently.

He explained that the issuance of more bonds by the Treasury coupled with lower international demand and quantitative tightening will push rates higher, in the opposite direction, an outcome that supports his overall view of “higher rates for longer.”

Negative on the US financial liquid instruments

The US equity market has been the main beneficiary of the generous monetary conditions in the last 15 years” said Chailley. As the world is coming back to a “normal world, with normal interest rate levels for the next 5-10 years,” Chailley thinks that the tailwinds enjoyed by the treasuries, the US stocks and the dollar will be confronted with headwinds.

Chailley noted that the capital repatriation has already started in “Japan and several other Asian countries.” Despite the recent good performance of US equities, “they have, overall, underperformed European and Japanese equities.”

“We find several opportunities in emerging market, in debt and equities.” More specifically, he finds the greatest opportunities on the emerging market currencies, where the risk premium is the highest.

The yields on “US treasury bills may lose their attractiveness as other central banks are catching up” but also because a “diversified basket of emerging market currencies will add an extra 7% in yields.”

Emerging markets: not a value trap anymore

Moreover, the indebtedness of several emerging markets has been maintained or has even improved their risk profile on a relative and absolute basis as they have not been as accommodative as the developed markets during covid. For instance, H2O finds Mexican debt as attractively priced, a “sort of proxy American bond” with a central bank having more flexibility than the Fed to reduce rates, if necessary.

H2O does not see the Asian equities as a value trap as in the past on the back of better regulations and accounting. H2O has no specific preferences and suggest entering in “derivative transactions on the MSCI/emerging markets which are dominated (more than 60%) by [companies] in Asian countries.”

Targeted recommendations on European securities

On European equities, Chailley recommends focusing on banks, autos and resources, three sectors that have suffered from low rates but are slowly recovering since covid “thanks to better earning dynamics and high dividends.”

When talking about the credit market, Chailley started off by suggesting Italian bonds with “spreads having tightened from 200 bps to 150 bps” with more to go as H2O expect debt dynamics to be “flat” over the coming years.

“Additional Tier 1 has recovered some value after the Credit Suisse shock in March,” said Chailley. He thinks that the securities offer strong buffers and welcomes the reaction by the European authorities that stood out from the approach undertaken by the Swiss authorities on the AT1 of Credit Suisse.

-French version- (machine translation)

Valeur significative dans les devises des marchés émergents

Écrit par Sylvain Barrette

Publié le 28.06.2023 • Modifié le 04.07.2023 à 11h16



Delano s'est entretenu avec Vincent Chailley, directeur des investissements chez H2O Asset Management au Luxembourg, pour discuter des perspectives d'investissement de la société, le 22 juin 2023. Photo : H2O Asset Management

Vincent Chailley, directeur des investissements chez H2O Asset Management, a exposé ses points de vue sur plusieurs indicateurs économiques et a proposé un portefeuille diversifié de positions basées sur des actifs à prix réduits, des rendements intéressants et un profil de risque amélioré lors d'une interview avec Delano.

"Des hausses de taux supplémentaires par les banques centrales et le maintien de taux d'intérêt élevés sont à prévoir", a déclaré Vincent Chailley, CIO de H2O Asset Management, qui gère 11,6 milliards d'euros d'actifs au 31 décembre 2022, lors d'une interview le 22 juin 2023. "Cela est le résultat d'économies fondamentalement solides aux

États-Unis, en Europe et en Asie, avec des taux de chômage synchronisés faibles soutenant la demande." Deuxièmement, Chailley ne voit pas de sources majeures de déséquilibres ou d'excès comme ceux observés en 2008-2009.

"Nous pensions l'année dernière que l'inflation serait temporaire. Ce n'est plus le cas", a souligné Chailley. Il estime que la baisse très lente de l'inflation sous-jacente ancre les attentes d'inflation générale par le biais d'effets de second tour sur les négociations salariales ou de location. Cela a été observé au Royaume-Uni, où l'inflation refait surface.

"Les attentes du marché semblent correctes, avec un taux terminal fixé à environ 4 % pour la BCE et une hausse supplémentaire de 25 à 50 points de base à la Fed", a-t-il déclaré. Le marché suggère une baisse rapide après l'atteinte de ces taux terminaux. Chailley pense que cela n'arrivera pas, étant donné qu'il ne prévoit pas de baisse des taux dans l'année à venir et que les banques centrales ne commenceront pas le processus avant d'avoir maîtrisé l'inflation.

La récession pourrait-elle être plus difficile en raison de l'approfondissement de l'inversion de la courbe des taux ?

Chailley a expliqué que le marché intègre une telle issue, mais H2O prévoit un développement différent. Malgré l'impact négatif des taux d'intérêt plus élevés, H2O s'attend à une "décélération progressive" ou à un "atterrissage en douceur" de l'économie américaine dans l'année à venir, étant donné l'absence de déséquilibres majeurs ou de catalyseurs.

En revanche, Chailley estime que des déséquilibres sont susceptibles de se produire en raison de taux d'intérêt élevés, avec un refinancement plus difficile pour les entreprises et les ménages au cours des 9 à 15 prochains mois.

Le marché boursier américain a été le principal bénéficiaire des conditions monétaires généreuses au cours des 15 dernières années.

Vincent Chailley, directeur des investissements, H2O Asset Management

Chailley pense que l'inversion de la courbe des taux (10 ans moins 2 ans) peut être le résultat de facteurs techniques tels que le "paradoxe des obligations sur le Trésor", où les taux ont été maintenus à des niveaux plus bas grâce à une forte demande internationale et aux achats de la banque centrale. Sans ces facteurs techniques, il estime que la courbe serait presque plate, actuellement autour de moins 100 points de base.

Il a expliqué que l'émission de plus d'obligations par le Trésor, combinée à une demande internationale plus faible et à un resserrement quantitatif, fera monter les taux dans la direction opposée, un résultat qui soutient sa vision générale de "taux plus élevés sur une plus longue période".

Perspectives négatives sur les instruments financiers liquides américains

"Le marché boursier américain a été le principal bénéficiaire des conditions monétaires généreuses au cours des 15 dernières années", a déclaré Chailley. Alors que le monde revient à une "situation normale, avec des niveaux d'intérêt normaux pour les 5 à 10 prochaines années", Chailley pense que les vents favorables dont ont bénéficié les bons du Trésor, les actions américaines et le dollar seront confrontés à des vents contraires.

Chailley a noté que la rapatriation des capitaux a déjà commencé au "Japon et dans plusieurs autres pays asiatiques". Malgré les performances récentes des actions américaines, "elles ont, dans l'ensemble, sous-performé par rapport aux actions européennes et japonaises".

"Nous trouvons plusieurs opportunités sur les marchés émergents, dans la dette et les actions." Plus précisément, il voit les meilleures

opportunités dans les devises des marchés émergents, où la prime de risque est la plus élevée.

Les rendements des "bons du Trésor américain peuvent perdre de leur attractivité alors que d'autres banques centrales se rattrapent", mais aussi parce qu'un "panier diversifié de devises des marchés émergents ajoutera un rendement supplémentaire de 7 %".

Marchés émergents : plus un piège à valeur

De plus, l'endettement de plusieurs marchés émergents a été maintenu ou a même amélioré leur profil de risque sur une base relative et absolue, car ils n'ont pas été aussi accommodants que les marchés développés pendant la pandémie. Par exemple, H2O considère la dette mexicaine comme étant à un prix attractif, une "sorte d'obligation américaine par procuration" avec une banque centrale ayant une plus grande flexibilité que la Fed pour réduire les taux, si nécessaire.

H2O ne voit pas les actions asiatiques comme un piège à valeur comme par le passé, grâce à une meilleure réglementation et comptabilité. H2O n'a pas de préférences spécifiques et suggère de se positionner sur des "transactions dérivées sur les marchés émergents MSCI, dominés (à plus de 60 %) par [des sociétés] dans des pays asiatiques".

Recommandations ciblées sur les titres européens

Concernant les actions européennes, Chailley recommande de se concentrer sur les banques, l'automobile et les ressources, trois secteurs qui ont souffert des taux bas mais se redressent progressivement depuis la pandémie grâce à de meilleures dynamiques de bénéfices et de hauts dividendes.

En ce qui concerne le marché du crédit, Chailley a commencé par suggérer les obligations italiennes, dont "les écarts se sont resserrés de 200 points de base à 150 points de base" et ont encore du potentiel selon H2O, car la dynamique de la dette devrait être "stable" au cours des prochaines années.

"Les instruments de catégorie Additionnelle 1 ont repris de la valeur après le choc de Credit Suisse en mars", a déclaré Chailley. Il estime que ces titres offrent une bonne protection et salue la réaction des autorités européennes qui s'est distinguée de l'approche adoptée par les autorités suisses concernant les AT1 de Credit Suisse.