

## Bilan de performance 2022 et perspectives 2023

### Du transitoire au structurel: quelles conséquences ?

Paris / Londres – 17 janvier 2023

Comme anticipé, l'année 2022 s'est caractérisée par une croissance nominale élevée et une demande soutenue. L'économie des services est devenue un moteur important pour la croissance, notamment aux Etats-Unis. Les gouvernements ont maintenu leur politique du « quoi qu'il en coûte » afin de protéger les ménages contre l'inflation. La consommation privée n'a pas ralenti car les salaires ont fortement augmenté dans un marché du travail tendu. Aux Etats Unis, et même en Europe, les ménages ont continué à dépenser leur épargne cumulée pendant la pandémie.

L'inflation cyclique a donc accéléré, forçant les banques centrales à resserrer rapidement leur politique monétaire. Cependant, la plupart des banques centrales, notamment dans le monde développé, ont trop tardé à agir. La conséquence sera sans doute une inflation structurelle future plus élevée dans les pays développés qui seront aussi confrontés à un environnement international beaucoup moins favorable à la désinflation. Cet environnement de reflation globale devrait continuer de profiter aux actifs cycliques et émergents.

Retrouvez les communications précédemment envoyées qui rappellent notre scénario central macroéconomique :

- **H2O AM Macro Insights** du 16 décembre 2021 : « [Le fort potentiel des marchés émergents](#) »
- **H2O AM Perspectives 2022** du 31 janvier 2022 : [lien de vidéo](#) (mot de passe : **H2ooutlook2022**)
- **H2O AM MacroNote** rédigée le 13 juin 2022 : « [Un nouveau coup de pouce à la reflation](#) »
- **H2O AM Vues de Marché et Positionnement** rédigée le 17 juin 2022: « [Quelle allocation d'actifs face aux hausses de taux et à la montée de l'inflation cyclique?](#) »
- **H2O AM Vues de Marché et Positionnement** rédigée le 21 septembre 2022 : « [Les allumettes ne brûlent pas dans le vide](#) »
- **H2O AM MacroNote** rédigée le 16 décembre 2022 : « [La Banque du Japon a-t-elle le temps d'attendre ?](#) »

## Bilan de performance 2022

La plus importante contribution à la performance de nos fonds est à trouver dans nos **stratégies obligataires**, qui ont bénéficié de la position vendeuse de sensibilité aux taux du G4 (Etats-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, Japon) au cours d'une année marquée par la résurgence de l'inflation cyclique et de la contraction monétaire qui en a résulté. Les stratégies de valeur relative, et plus particulièrement l'arbitrage transatlantique (achat de bons du Trésor américain contre Bunds allemands), contribuent également à la performance.

Nos **stratégies actions** affichent des rendements solides. Les arbitrages sectoriels qui ont contribué à la performance sont :

- L'achat de valeurs financières et automobiles contre secteurs Tech, Industrie et Consommation de base.
- L'achat de 'Blue chips' contre les petites et moyennes capitalisations, qui sont plus sensibles aux hausses de taux et dépendantes des marchés pour leur financement.

Les **stratégies de change** ont aussi contribué positivement en 2022. L'allocation en devises émergentes (BRL, MXN, RUB, KRW, etc.) a été très performante contre toutes les devises et même face au dollar US si l'on inclut le portage. De notre point de vue, le dollar US a atteint son pic en septembre 2022 et nous continuons à penser que son cycle d'appréciation est terminé.

	Contribution Positive	Contribution Négative
<b>Produits de taux</b>	+ Vente de sensibilité aux taux du G4 + Arbitrage Transatlantique	- Achat de BTP italien vs. Bund allemand - Achat de dette émergente vs. US Treasuries
<b>Devises</b>	+ Achat de devises émergentes (BRL, MXN, RUB, KRW ...)	- Vente (directionnelle) de dollar US - Inter-bloc: Achat de JPY vs. EUR et CAD - Intra-bloc: Achat d'EUR vs. CHF et d'AUD vs. CAD
<b>Actions</b>	+ Achat de Financières et Automobiles EU vs. Tech, Industrie, Consommation de base + Achat de blue chips vs. Small & mid caps + Achat des marchés EU vs. US + Gestion directionnelle active	

Performance de la gamme								
Nom du fonds	ISIN	Horizon d'investissement minimum recommandé	Date de création	2020	2021	2022	Depuis la création (annualisée)	Depuis la création (cumulée)
H2O LARGO I	FR0013282720	1 an	18/12/2017	-0.3%	0.8%	1.7%	1.9%	9.7%
H2O ADAGIO FCP I	FR0010929794	2 ans	01/10/2020	5.4%	2.6%	5.9%	6.2%	6.2%
H2O MODERATO FCP I	FR0010929836	3 ans	01/10/2020	18.3%	10.6%	8.5%	16.9%	16.9%
H2O ALLEGRO FCP I	FR0011006188	5 ans	08/10/2020	18.7%	5.9%	35.9%	27.2%	27.2%
H2O VIVACE FCP I	FR0011006220	5 ans	25/09/2020	36.5%	22.1%	24.1%	37.9%	37.9%
H2O MULTIBONDS FCP I	FR0010930438	5 ans	05/10/2020	17.1%	4.0%	26.0%	21.1%	21.1%
H2O MULTISTRATEGIES FCP I	FR0010930446	5 ans	08/10/2020	28.3%	24.2%	22.8%	35.2%	35.2%
H2O MULTIEQUITIES FCP I	FR0011008770	5 ans	08/10/2020	35.2%	53.7%	3.4%	40.9%	40.9%
MSCI World TR EUR			01/10/2020	8.7%	31.1%	-12.8%	10.2%	24.3%
JP Morgan Government Bond Broad Index EUR			01/10/2020	-1.6%	2.3%	-11.4%	-5.7%	-12.3%

*Source: CACEIS. Données au 30 décembre 2022. Les performances présentées se rapportent aux parts de référence respectives des fonds H2O AM et sont calculées nettes de frais, en pourcentage de changement de VL. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.*

## Perspectives pour 2023

Avec le resserrement agressif des politiques monétaires, la chute des revenus réels suite à la hausse de l'inflation, les restrictions Covid ainsi que l'effondrement du secteur immobilier en Chine, et la guerre russo-ukrainienne, la croissance mondiale a ralenti en 2022. Cependant, la récession a pu être évitée grâce à la reprise des marchés du travail, au cycle d'investissement mondial et à la dépense progressive de l'épargne excédentaire cumulée durant le Covid.

L'année 2023 démarre sur des appuis solides qui devraient continuer de soutenir la demande globale, notamment : i) la réouverture rapide de la Chine, ii) une économie mondiale au plein emploi, iii) la reprise de l'économie européenne, iv) la baisse des prix de l'énergie qui devrait soutenir le pouvoir d'achat des consommateurs, et enfin v) l'excédent d'épargne restant, qui s'élève à 8% du PIB mondial. **Dans ce contexte, il semble difficile d'envisager une récession proche.**

Pourtant, le marché semble vouloir reconduire cette perspective récessionniste en 2023. Certains économistes se préparent à une récession imminente, en soulignant des taux d'intérêt plus élevés, un secteur manufacturier en récession ou encore des courbes de taux inversées en tant que signes forts en faveur d'un ralentissement majeur. Toutefois, ces paramètres doivent être remis en perspective :

- Des taux d'intérêt plus élevés deviennent récessifs lorsqu'ils commencent à avoir un impact négatif sur les bilans du secteur privé. Mais ce n'est pas le cas actuellement. La pandémie a remarquablement amélioré les bilans des ménages, les confinements successifs ayant fait baisser les dépenses tandis que les programmes de soutien gouvernementaux soutenaient les revenus. De leur côté, les entreprises ont commencé l'année sur des bases saines et la hausse de l'inflation a gonflé leurs bénéfices. De plus, l'impact de la contraction des conditions financières devrait être amorti par l'atténuation progressive des chocs provenant des chaînes d'approvisionnement et du prix des matières premières.
- Le secteur manufacturier représente 17%<sup>1</sup> du PIB mondial et devrait bientôt rebondir avec la réouverture de la Chine. En outre, le secteur des services, qui représente environ 70%<sup>1</sup> du PIB mondial, a fait preuve de résilience dans sa capacité à prolonger la croissance en 2022 et n'a pas encore rattrapé les niveaux d'avant Covid dans de nombreux pays.
- En raison de sa nature technique, il serait hasardeux de déduire, à ce stade, de l'inversion de la courbe des taux américaine une quelconque conséquence économique. Nous estimons que la courbe est au moins 100 points de base plus inversée qu'elle ne l'aurait été sans une décennie de Quantitative Easing (mesures d'assouplissement monétaire) et le récent choc sur les matières premières. Pour que cet indicateur soit considéré comme plus pertinent, il faudrait que la courbe de taux s'inverse davantage.

De notre point de vue, **l'actuelle reflation mondiale se poursuit au moment où le cycle de croissance économique entre dans sa dernière phase.** Cette phase devrait durer plus longtemps qu'habituellement car l'héritage des politiques Covid a généré un choc de la demande important et une tension élevée sur les marchés de l'emploi, produisant des salaires plus élevés. **Ainsi, l'inflation cyclique devrait rester supérieure aux objectifs des banques centrales, et ce même si les chocs sur l'offre s'estompent.** Sur le plan structurel, le monde post-Covid pourrait devenir plus inflationniste en raison de la régionalisation des chaînes de production ainsi que d'une inélasticité des prix accrue venant de la demande alimentée par les investissements des Etats dans les énergies renouvelables et la défense. La combinaison des facteurs cycliques et structurels devrait inciter les banques centrales à poursuivre le resserrement de leur politique monétaire ou, du moins, à maintenir plus longtemps leurs taux d'intérêt à des niveaux restrictifs.

<sup>1</sup>Source: Banque Mondiale

## Positionnement du portefeuille

	Produits de Taux	Devises	Crédit	Actions
DIRECTIONNEL	Vente de sensibilité aux taux du G4	Vente de Dollar US	Exposition positive en crédit et dette émergente	Exposition directionnelle légèrement positive
ARBITRAGE	Vente du spread transatlantique	Vente d'USD vs JPY Achat d'EUR vs CHF	Achat de crédit bancaire européen AT1	Achat de Financières et Automobiles vs. Tech, Industrie, Conso. de base Achat des marchés EU et émergents vs. US Achat de blue chips vs. petites et moyennes cap.
SPECIFIQUE	Achat de BTP italien vs. Bund allemand Achat de dette locale émergente (Mbono & Afrique du Sud)	Achat de devises émergentes (BRL, CLP, MXN, PLN, KRW) vs USD	Achat de dette émergente externe	

Source: Données du Front Office H2O AM, décembre 2022

Pour rappel, nos produits pourraient avoir de l'intérêt pour des investisseurs souhaitant :

- **Se diversifier** des approches traditionnelles ;
- S'affranchir de la directionnalité des marchés en se diversifiant par des **stratégies relatives** ;
- S'exposer aux **actifs des pays émergents**, qui bénéficieront du cycle actuel ;
- Profiter de la **rotation de marché vers les actifs cycliques** : les stratégies gagnantes des 10 dernières années deviendront les perdantes des 10 prochaines.

Édité par H2O AM – à Paris / Londres, le 17 janvier 2023

## DISCLAIMER

*Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de H2O Asset Management L.L.P.*

*Ce document a été produit à des fins purement informatives. Cette présentation a été conçue et réalisée par H2O Asset Management LLP à partir de sources qu'elle considère comme fiables. H2O Asset Management LLP ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base des informations contenues dans ce document, ni de l'usage qu'un tiers pourrait en faire. Les analyses et opinions référencées dans ce document représentent le point de vue de l'auteur ou des auteurs référencés à la date indiquée et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Il n'y a aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.*

*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/>.*

*Nom de la société et siège social :*

*Le siège social de H2O Asset Management L.L.P. 33 Cavendish Square, 6th Floor, London W1G 0PW, Royaume-Uni. Company Number OC356207.*

*H2O Asset Management Europe est une société de gestion de portefeuille autorisée et régulée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP-19000011. Le registre de l'AMF est consultable sur le site <https://www.amf-france.org>.*

*Nom de la société et siège social : H2O AM Europe, 39 avenue Pierre 1er de Serbie, 75008 Paris, RCS Paris n° 843 082 538.*

*H2O Monaco SAM est autorisée et réglementée par la Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF SAF 2017-04).*

*H2O Monaco SAM, 24 bd Princesse Charlotte 98000 Monaco, Numéro d'entreprise (RCI) 17507498 La diffusion de cette présentation, de tous les documents associés ainsi que la langue utilisée sont sous la responsabilité du distributeur local.*