

Le nouveau casse-tête des banques centrales

Risque systémique, croissance et inflation

Paris / Londres – Le 15 mai 2023

Le stress bancaire du mois de mars fut un bon test pour l'économie mondiale : il a prouvé l'absence de canaux de contagion viables qui auraient pu accélérer le ralentissement auquel sont confrontées la plupart des économies en phase de fin de cycle économique. Les dépôts américains en provenance de banques en difficulté ont été transférés vers d'autres institutions aux bilans plus solides, ce qui a davantage consolidé le secteur avec un impact marginal sur les standards de crédit des grands groupes bancaires au-delà des mesures prises par la Fed pour restreindre les liquidités. En Europe, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (BLS) a indiqué que, bien que le rythme du durcissement financier ait considérablement augmenté, **les conditions de resserrement ne se sont pas accentuées à la suite des récentes tensions bancaires**. Outre la détermination des régulateurs à déployer des mesures macroprudentielles efficaces, l'absence de risque systémique trouve également son origine dans la solidité des bilans des agents économiques, soulignant la capacité des ménages et entreprises à faire face à des conditions financières plus restrictives.

Le secteur financier a indéniablement été le plus touché par ce choc de confiance, les investisseurs s'étant délestés de leurs positions sur-détenues, telles que les banques, pour se réfugier dans des valeurs défensives et les méga techs. Et bien que les investisseurs institutionnels pourraient être limités dans leur déploiement de capitaux dans le secteur au cours des prochains mois, nous considérons toujours les banques comme une source de surperformance dans le cadre de nos arbitrages sectoriels, en raison de leur profonde sous-évaluation, un état qui a prévalu bien avant le récent durcissement des conditions financières. Dans l'ensemble, l'équipe d'investissement H2O AM reste d'avis que **les titres « value » gagneront du terrain durant cette fin de cycle économique**, ce qui nous conduit à préserver notre allocation dans les secteurs cycliques européens de l'automobile et des banques, avec des ajustements marginaux tels que des investissements dans l'énergie et les producteurs de matières premières afin de diversifier le panier de titres « value ».

Contexte macro-économique

L'économie mondiale devrait ralentir au second trimestre. Mais la résilience des fondamentaux économiques laisse présager une contraction progressive et contrôlée, compatible avec un **scénario de soft landing (freinage modéré de l'activité)**. L'inflation sous-jacente reste élevée dans la zone euro en raison d'un marché du travail toujours tendu, de l'augmentation des revenus réels et de l'expansion du secteur des services. Même les États-Unis, en avance dans le cycle économique et ayant subi un choc local sur leurs banques de taille moyenne, sont sur la voie d'un ralentissement modéré. Les conditions de travail restent en effet solides (le taux de chômage d'avril est au plus bas depuis 54 ans : 3,4%) tandis que l'économie est soutenue par des facteurs exogènes : la réouverture de la Chine, la robustesse de l'Europe et l'augmentation du pouvoir d'achat due à la baisse des prix de l'énergie. Et pour cause, ces économies sont encore sous l'effet des mesures prises dans la foulée de la crise sanitaire et n'ont pas encore pleinement subi le poids des hausses de taux malgré l'apparition de fissures dans certains secteurs. La situation justifie donc la nécessité de rester attentifs aux données afin de pouvoir adapter le scénario central si les circonstances l'exigeaient.

À leur niveau actuel de valorisation, les obligations n'offrent pas de valeur en l'absence d'un ralentissement brutal de l'économie mondiale, ce qui n'est pas notre scénario central. Les investisseurs semblent en effet anticiper six baisses de taux sur un an de la part de la Fed. Cependant, le sentiment actuel du marché ne tient pas compte de la **probabilité de nouvelles hausses de taux à venir tandis que les banques centrales sont confrontées à de nouveaux signes révélant que l'inflation restera structurellement supérieure aux objectifs fixés**. Et même si notre vision de long terme est que les banques centrales privilégieront la croissance à l'inflation, nous pensons que cela n'est pas encore le cas en raison de leur détermination à préserver leur crédibilité.

Aperçu des performances

Début 2023, notre allocation stratégique a fortement bénéficié de cette résilience économique ainsi que de la fin de la prédominance de la Fed dans le cycle de resserrement monétaire. Au premier rang des segments valeurs ayant fortement contribué à la performance de nos fonds figurent les devises émergentes (notamment latino-américaines) qui, grâce à un portage élevé et un positionnement en repli suite au stress bancaire, représentent encore une opportunité majeure cette année (cf. [H2O AM MacroNote - Devises émergentes : Les planètes restent alignées](#)).

Dans une moindre mesure, d'autres stratégies ont aussi contribué positivement, telles que la gestion de la duration et des courbes de taux (ex : pentification de la courbe américaine), les arbitrages géographiques et sectoriels sur les actions, ainsi que les stratégies de change intra-bloc (vente d'EURHUF à l'intérieur du bloc EURO).

Bien qu'elle n'ait pas encore contribué à la performance, la position acheteuse de devises sous-évaluées de pays affichant un retard dans leur cycle de resserrement et qui sont également bien exposés à la réouverture de la Chine (ex : Japon et l'Australie) reste essentielle pour le potentiel de rendement de nos portefeuilles en 2023. L'inflation dans ces économies est relativement élevée par rapport au niveau de leurs taux nominaux respectifs. Cette situation s'avérera bientôt intenable et justifiera une action plus vigoureuse de la part de leurs banques centrales. À cet égard, la RBA (Reserve Bank of Australia) a récemment surpris les investisseurs en relevant son taux directeur en mai, après l'avoir maintenu stable le mois précédent, réaffirmant ainsi la nécessité de s'attaquer à la crise du coût de la vie en Australie.

Tableau de performance de la gamme H2O AM en date du 10 mai 2023

Nom du fonds	ISIN	Horizon d'investissement min. recommandé	Date de création	2021	2022	2023 YTD	Depuis lancement (annualisée)	Depuis lancement (cumulée)
H2O Multibonds FCP	FR0010930438	5 year	05/10/2020	4.0%	26.0%	16.7%	23.9%	73.3%
H2O MultiStratégies FCP	FR0010930446	5 year	08/10/2020	24.1%	22.8%	12.0%	34.5%	113.1%
H2O MultiEquities FCP	FR0011008770	5 year	08/10/2020	53.7%	3.3%	14.9%	41.3%	141.8%
H2O Adagio FCP	FR0010929794	2 year	01/10/2020	2.6%	5.9%	4.1%	6.8%	18.3%
H2O Moderato FCP	FR0010929836	3 year	01/10/2020	10.6%	8.5%	5.8%	16.6%	48.5%
H2O Allegro FCP	FR0011006188	5 year	08/10/2020	5.9%	35.9%	9.9%	26.7%	83.0%
H2O Vivace FCP	FR0011006220	5 year	25/09/2020	22.1%	24.1%	11.0%	36.7%	124.7%
MSCI World TR EUR			01/10/2020	31.1%	-12.8%	6.2%	11.3%	31.7%
JP Morgan Government Bond Broad Index EUR			01/10/2020	2.3%	-11.4%	0.6%	-5.0%	-12.4%

Source: CACEIS. Données au 10.05.2023. Les performances présentées reflètent celles des parts de référence de chaque fonds, net de frais. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Positionnement du portefeuille

	Obligations	Devises	Crédit	Dettes externe émergente	Actions
DIRECTIONNEL	Vente d'obligations du G4	vente d'USD	Exposition positive	Exposition positive	Exposition neutre
VALEURS CYCLIQUES	Achat de BTP italien Achat de dette locale émergente (Mbonos, South A.)	Achat de devises émergentes avec une concentration Latam (MXN, BRL, COP)	Achat d'obligations AT1 européennes	Achat d'un panier diversifié de dette émergente	Achat de Banques, Automobiles, et Energie (EU) Achat d'actions émergentes Vente de Tech et Consommation de base (EU) Vente de Small & Mid cap (US)
VALEUR RELATIVE & DIVERSIFICATION	Pentification de la courbe des taux US	Vente CHF et GBP vs. HUF, PLN et JPY Achat NOK vs. SEK Achat AUD vs. NZD et CAD			

Source: Données du Front office H2O AM, mai 2023

Édité par H2O AM à Paris / Londres, le 15 mai 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).

Nom de la société et siège social : H2O Monaco SAM, 24 bd Princesse Charlotte 98000 Monaco, Numéro d'entreprise (RCI) 17507498