

L'inflation « pot de colle » : Je t'aime, moi non plus !

Paris et Londres – Le 12 juillet 2023

Initié par la politique des banques centrales, un scénario de ralentissement progressif de l'économie mondiale semble se dessiner, couplé à une légère récession américaine fin 2023 ou au tournant de l'année 2024.

Le scénario de récession généralisée reste selon nous à écarter. En effet, en plus d'un taux de chômage faible et d'une épargne excédentaire élevée, les consommateurs du monde entier bénéficient désormais de la baisse des prix des matières premières. Et, même si certains marchés du travail affichent un ralentissement, ils restent, au global, historiquement tendus et inflationnistes. S'ajoute à cela, la persistance de l'inflation sous-jacente, qui ne diminue pas assez rapidement, ancrant les anticipations de futures hausses de prix à des niveaux élevés et augmentant le risque tant redouté d'une spirale prix-salaires (effets de second tour).

Dans ce contexte, les banques centrales devraient maintenir les taux à leur niveau terminal plus longtemps que ne le prévoit le marché. Pour rappel, la Réserve Fédérale américaine (FED) a déjà observé une période de pause de 3 ans entre 1995-1997, mettant même 18 mois à intervenir lors de la crise asiatique. Ainsi, plus les taux directeurs resteront durablement élevés, plus les conditions financières deviendront restrictives. Si l'inflation devait baisser et que les taux directeurs restaient inchangés, les taux réels seraient plus élevés (taux réel = taux nominal – inflation). Dans une économie sans déséquilibre majeur, pour que les Banques Centrales aient un impact, **les taux élevés doivent devenir la norme plutôt que l'exception** afin que banques, entreprises et ménages intègrent *in fine* cette nouvelle réalité.

Qui plus est, la probabilité d'une réaccélération de l'inflation, qui justifierait alors un resserrement monétaire supplémentaire, a considérablement augmenté au cours des derniers mois dans toutes les zones économiques. Aux Etats-Unis, la FED a certes suspendu sa politique monétaire restrictive, mais elle a également réaffirmé sa dépendance aux données économiques (*data dependent*), laissant ainsi la porte ouverte à de nouvelles hausses de taux si les indicateurs poursuivent leur dynamique. Au Royaume-Uni, l'inflation sous-jacente, qui s'est élevée à 7,1 % sur un an en mai 2023, a continué de surprendre les investisseurs à la hausse depuis février, confirmant ainsi la présence d'effets de second tour dans l'économie : négociations salariales, faible taux de participation¹ exerçant une pression sur les coûts de main-d'œuvre, répercussion des coûts par les entreprises, ...

En zone Euro, la croissance a montré des signes de ralentissement avec des publications du PIB pour le T1 mitigées. L'Allemagne a ainsi enregistré deux trimestres consécutifs de contraction économique en raison de la baisse de la consommation privée et publique. À l'inverse, l'Italie est apparue comme la grande gagnante de la reprise post-Covid : la consommation a bénéficié d'une dynamique interne solide (hausse de l'emploi et des revenus du travail), et l'investissement a rebondi, soutenu par le plan européen *Next Generation EU* (NGEU) dont le pays est un des premiers bénéficiaires. Dans l'ensemble, plusieurs facteurs laissent entrevoir une certaine résilience de l'économie du continent (faible taux de chômage, épargne excédentaire élevée, hausse des salaires, baisse des prix de l'énergie), continuant de soutenir la croissance réelle ainsi qu'une inflation sous-jacente au-dessus des objectifs de la Banque Centrale Européenne (BCE).

Enfin, les inquiétudes récentes concernant la croissance en Chine pour 2023 sont en partie liées aux incertitudes du marché immobilier et à l'important stock de biens invendus. Malgré tout, l'économie chinoise post-pandémie devrait s'améliorer au rythme de la normalisation du taux de chômage et du redémarrage de la demande, à mesure que l'épargne constituée pendant le Covid est dépensée dans des services tels que les loisirs et le tourisme. La forte croissance du crédit au T1 ainsi que les soutiens monétaires et budgétaires à venir doivent encore avoir un impact sur le rebond de la croissance du pays.

¹ Le taux de participation indique la population en activité et en recherche d'emploi par rapport à la population en âge de travailler.

Performance et style d'investissement

Tableau de performance des fonds H2O AM au 30 juin 2023

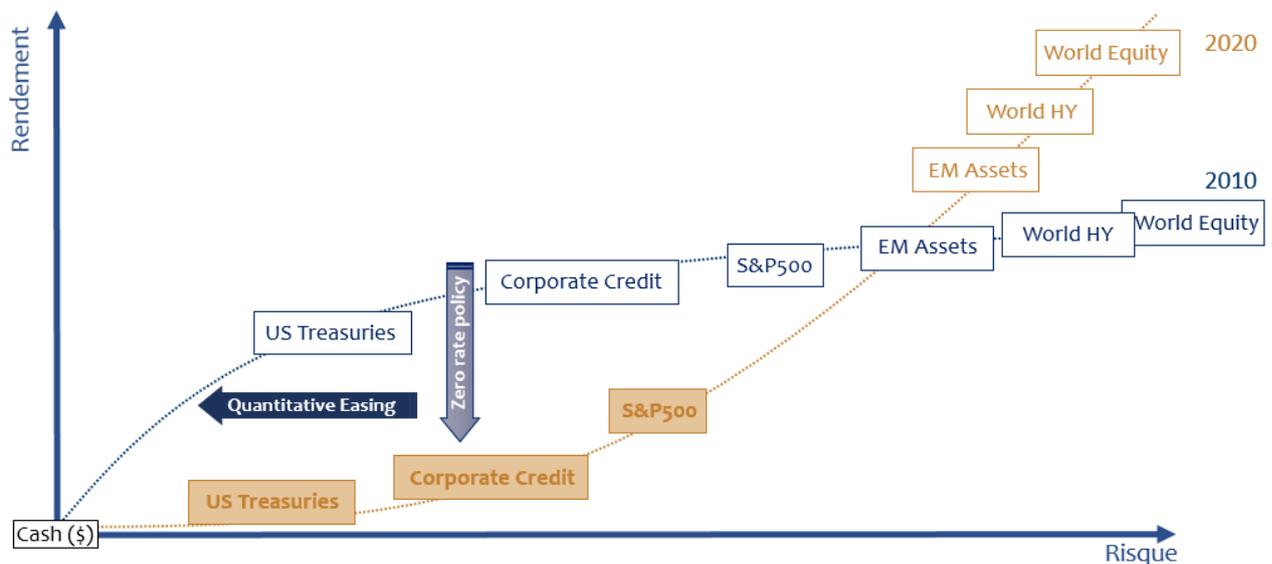
Nom du fonds	ISIN	Horizon d'investissement min. recommandé	Date de création	Performance					Volatilité depuis lancement
				2021	2022	2023 YTD	Depuis lancement (ann.)	Depuis lancement (cum.)	
Fonds de rendement absolu									
H2O Multibonds FCP EUR	FR0010930438	5 ans	05/10/2020	4.0%	26.0%	18.9%	24.6%	82.4%	27.6%
H2O MultiStratégies FCP EUR	FR0010930446	5 ans	08/10/2020	24.1%	22.8%	14.5%	34.4%	124.0%	32.4%
H2O MultiEquities FCP EUR	FR0011008770	5 ans	08/10/2020	53.7%	3.3%	25.1%	43.7%	168.6%	31.3%
H2O Adagio FCP EUR	FR0010929794	2 ans	01/10/2020	2.6%	5.9%	3.4%	6.3%	18.4%	7.0%
H2O Moderato FCP EUR	FR0010929836	3 ans	01/10/2020	10.6%	8.5%	7.2%	16.6%	52.3%	16.0%
H2O Allegro FCP EUR	FR0011006188	5 ans	08/10/2020	5.9%	35.9%	12.7%	27.2%	92.6%	28.8%
H2O Vivace FCP EUR	FR0011006220	5 ans	25/09/2020	22.1%	24.1%	12.5%	35.8%	132.8%	31.6%
JP Morgan Government Bond Broad Index EUR			01/10/2020	2.3%	-11.4%	-1.4%	-5.4%	-14.2%	
MSCI World TR EUR			01/10/2020	31.1%	-12.8%	12.6%	13.0%	39.9%	
Fonds gérés contre indice de référence									
H2O MultiAggregate I USD	IE00BD8RGM75	3 ans	04/02/2016	2.3%	-10.2%	7.9%	6.5%	59.6%	8.7%
Benchmark: Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value				-1.4%	-11.2%	3.0%	1.4%	10.5%	3.3%
H2O EuroSovereign I EUR	FR0013410867	3 ans	19/06/2019	1.4%	-6.6%	5.6%	5.3%	23.1%	6.8%
Benchmark: Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Total Return Index Value				-3.5%	-18.5%	2.5%	-3.8%	-14.3%	6.5%

Source : CACEIS. Données au 30/06/2023. Les performances présentées reflètent celles des parts de référence de chaque fonds, net de frais. La volatilité des indices de référence (benchmark) est calculée depuis le lancement des parts de référence. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Quelles conséquences pour les classes d'actifs ?

Les politiques monétaires, budgétaires et réglementaires adoptées au cours de la décennie précédente ont eu un effet significatif sur le couple rendement/risque de l'ensemble des classes d'actifs. Des années de taux d'intérêt faibles à négatifs, visant initialement à encourager l'expansion du crédit, ont poussé les investisseurs à se déplacer le long de la frontière efficiente : de proche en proche, du monétaire vers les obligations gouvernementales, puis vers le crédit et enfin vers les actions.

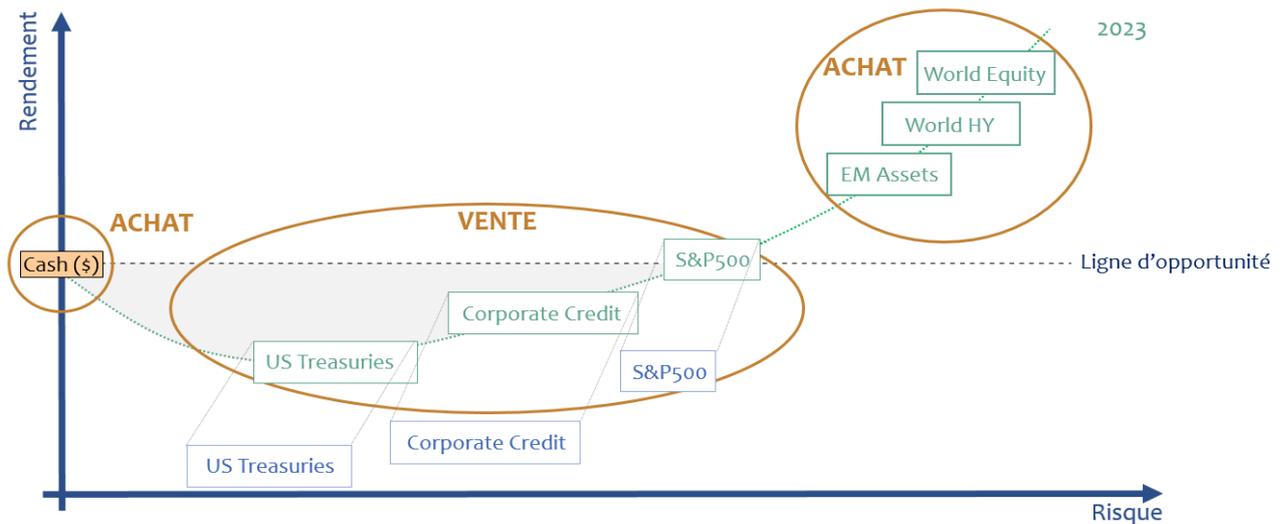
Les grands programmes d'assouplissement quantitatif ont ensuite limité le risque inhérent aux instruments locaux. Associée à la volonté de la Fed d'assurer le bon fonctionnement des marchés de capitaux (le « Fed put »), la tendance de cette dernière décennie explique, dans une large mesure, la surperformance du style « Croissance » face au style « Value ».



Source : H2O AM, juin 2023

Ce phénomène de déformation du couple rendement/risque des actifs financiers s’est encore accru avec les mesures prises durant le Covid (programmes budgétaires surdimensionnés et injections de liquidité). Côté économie réelle, leur mise en œuvre a déclenché une cascade d’événements qui, combinée à des conditions initiales robustes, ont prolongé la dernière phase du cycle économique mondial et jeté les bases du retour de l’inflation cyclique. Les banques centrales ont été contraintes de réagir et d’amorcer le revirement de leur politique accommodante en relevant leurs taux directeurs et en réduisant leur bilan. Ce tournant a conduit aux ajustements de marché observés en 2022.

Conjugué aux incertitudes entourant la configuration macroéconomique des Etats-Unis (dette plus élevée, monnaie surévaluée, mauvaise gestion des banques régionales, déficits jumeaux, etc.), **ce changement durable de trajectoire augure la fin de l’exceptionnalisme américain**, qui devrait profiter à d’autres actifs, moins valorisés, tels que les émergents, mais également les valeurs cycliques et le crédit à haut rendement non-américain.



Source: H2O AM, juin 2023

Le style d’investissement de H2O AM bénéficie de cet environnement diversifié des risques. En effet, la baisse des corrélations depuis le dernier stress mondial (Covid) a fourni de nouvelles opportunités de diversification entre les actifs et zones géographiques, permettant ainsi à l’équipe de gestion d’extraire de la valeur (alpha) de chaque position pour une VaR inférieure. Par ailleurs, **compte tenu du portage élevé que procurent ces actifs décotés (les devises latino-américaines offrent par exemple 7% au-dessus du cash en moyenne), les fonds H2O AM sont, par construction, rémunérés pour tenir ces positions.** Plus les investisseurs mettront du temps à s’intéresser à ces stratégies, plus « cette rémunération » sera élevée. En outre, la taille de ces marchés, au-delà du fait qu’ils aient été laissés de côté au cours de la dernière décennie (faible positionnement), indique qu’il n’est pas nécessaire que les flux de capitaux soient massifs pour que ces marchés connaissent des rallyes importants.

La construction de portefeuille de H2O AM repose, d’une part, sur le déploiement de larges positions en instruments monétaires et obligataires permettant de délivrer le taux monétaire ; et d’autre part, sur la mise en œuvre de positions en valeur relative (arbitrages) via des futures et options obligataires/ actions.

H2O AM a vocation à accompagner les investisseurs dans l’atteinte de leurs objectifs en plaçant la performance et le risque à l’horizon d’investissement au cœur de leurs considérations. Pour ce faire, l’équipe de gestion saisit les opportunités qui se présentent tant en termes de classes d’actifs et de zones géographiques (pays développés ou émergents), indépendamment de la direction des marchés (hausse ou baisse). Elle envisage donc son univers d’investissement sans biais structurel en faveur de tel ou tel segment de marché. Cette approche en « arbitrage » devrait ainsi prendre tout son sens dans l’environnement que nous avons dépeint.

Edité par H2O AM à Paris et Londres, le 12 juillet 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