

Au nom de toute l'équipe H2O, nous souhaitons tout d'abord vous présenter, ainsi qu'à vos clients, nos sincères excuses pour les pertes importantes enregistrées sur nos fonds depuis le début de la semaine dernière.

En termes de flux, nous tenons également à vous rassurer que l'actif net de nos fonds s'est jusqu'à présent révélé beaucoup plus stable qu'en 2019.

Si 2008 était une crise de liquidité, 2011, une crise de volatilité, et 2016, une crise de convexité, **2020 est le produit de ces trois précédents chocs, ce qui rend :**

1. Notre gestion des risques plus complexe compte tenu des variations violentes et répétées des marchés : *à titre d'exemple, au cours des trois précédentes semaines, l'indice S&P 500 affiche douze variations de plus de 3% dans les deux sens, une fréquence constatée pour la dernière fois lors de la crise financière de 2008 et lors de la grande dépression. Nos portefeuilles ont un horizon de placement de long terme et sont gérés avec des matrices de risques qui tendent à sous-estimer, puis surestimer les budgets de risque (la volatilité).*
2. Aucun modèle ne pouvait prédire et absorber de tels chocs successifs, et notre analyse qualitative a échoué à les anticiper. Nos couvertures n'ont pas fonctionné comme prévu, notamment sur les devises.

**Nous devons désormais faire face à un marché devenu hyper-réactif, qui accélère brusquement à la hausse comme à la baisse. Cette extrême convexité est contraire à notre style de gestion « value » mais offre également des opportunités par la suite.**

1. **En effet, la nature d'une crise est toujours différente par sa causalité mais la séquence de ses effets collatéraux est identique :**
  - La volatilité culmine toujours avant le point bas du marché ;
  - La volatilité est un animal qui doit être alimenté chaque jour ;
  - La contagion entre les actifs est à l'origine locale (Hubei), puis régionale (Chine & Singapour), enfin globale puis s'inverse dans l'ordre opposé (globale/régionale/locale)
  - La diversification réapparaît avant le rebond des actifs.
2. **Stade actuel de la crise:** même s'il est trop tôt pour prédire la fin de la crise sanitaire actuelle et son impact final sur l'économie mondiale, **l'action des banques centrales et des gouvernements permet d'entrevoir la lumière au bout du tunnel.** Les marchés s'interrogent sur la capacité des autorités monétaires à soutenir l'économie, les récents mouvements de la Fed et de la BCE n'ayant pas encore mis fin à la liquidation des actifs risqués. Cependant, nous pensons que les marchés sous-estiment la puissance de feu des banques centrales dans les prochaines semaines. Les instruments qui ne sont pas disponibles aujourd'hui pourraient le devenir, la Banque populaire de Chine n'est pas encore intervenue massivement et la BCE pourrait augmenter la limite auto-imposée de 33% du total des actifs éligibles à acheter par pays.

Dans cet environnement, tandis que la crise évolue vers une crise de liquidité, il est important de se tenir à l'écart des actifs qui ne sont pas "protégés" par les banques centrales, et maintenir en portefeuille ceux qui le sont. C'est pourquoi, nous ne sommes ni exposés au crédit US High Yield ni au crédit d'entreprises émergent. L'essentiel de nos positions sont sur les marchés d'obligations souveraines du G10 et des devises. La convergence de ces instruments liquides vers leur juste valeur est en général plus rapide que celui des autres actifs.

Grâce à leur intervention fiscale et les mesures d'aide annoncées, les gouvernements devraient également lisser le coût du verrouillage économique.

3. **Que s'est-il passé dans nos fonds** : l'écart entre nos positions acheteuses d'actifs risqués (actifs sous-évalués et volatils) et nos positions vendeuses sur les valeurs-refuge (actifs surévalués et moins volatils) s'est accru: les premiers sont devenus moins chers tandis que les seconds ont augmenté en valeur. Pour nos portefeuilles obligataires multidevises, la baisse est répartie, de manière plus ou moins équitable, entre les obligations souveraines et les devises.

Notre objectif principal dans cet environnement difficile est :

1. **Premièrement, de réduire les risques** : c'est ce que nous avons fait suite à la baisse de l'actif net des fonds et à l'augmentation de la volatilité et des corrélations de nos positions. Cette politique de réduction des risques est menée de manière discrétionnaire et concerne de préférence l'exposition à des stratégies dont l'horizon d'investissement s'est allongé;
2. **Deuxièmement, de conserver au maximum la capacité de rebonds de nos fonds.**

**Il est important de se rappeler que les corrélations se normalisent avant que les actifs ne remontent, ce qui sera important pour le rebond de nos stratégies de valeur relative dès que la crise actuelle se dissipera.**

Rédigé à Londres le 17 mars 2020.

### Informations légales

«H2O AM» est le terme employé pour désigner l'ensemble des sociétés faisant partie du groupe H2O AM. Le présent document s'adresse à des clients professionnels au sens de la Directive MIF2. Il ne saurait être utilisé à d'autres fins que celles auxquelles il est destiné, ni à 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. Il s'agit d'une présentation conçue et créée par la société H2O AM à partir de sources qu'elle juge fiables. 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.

*La performance passée ne constitue pas un indicateur fiable des performances futures.*

*Cette présentation peut contenir des déclarations prospectives basées sur les hypothèses et prévisions actuelles faites par H2O AM. Divers risques, incertitudes et autres facteurs connus et*

*inconnus pourraient entraîner des différences significatives entre les résultats futurs réels, la situation financière, le développement ou la performance de la société et les estimations données ici. H2O AM décline toute responsabilité quant à la mise à jour de ces déclarations prospectives ou pour les adapter à des événements ou développements futurs.*