

Analyse de H2O AM sur la dette & la crise en Italie

1. La situation politique actuelle

La bourrasque politique qui a soufflé dimanche dernier sur Rome a indubitablement eu pour effet d'acculer le Président Sergio Mattarella et le chef de file du Mouvement Cinq Etoiles (M5S) Luigi Di Maio.

Matteo Salvini, le chef de la Ligue, a ouvert la voie à de nouvelles élections : premièrement, en recommandant Paolo Savona, un ardent eurosceptique de son parti de la Ligue, pour le ministère clé de l'Economie, une proposition que le Président n'a pas eu d'autre choix que de refuser ; et deuxièmement, en rejetant la contre-offre du Président Sergio Mattarella visant à confier le poste à Giancarlo Giorgetti, l'un des membres les plus influents, mais moins anti-euro, de la Ligue.

Peu de temps après, Sergio Mattarella a demandé à l'ancien haut fonctionnaire du FMI, Carlo Cottarelli, de prendre la tête d'un gouvernement provisoire de technocrates non élus jusqu'à la tenue d'élections très probablement en septembre ou en octobre.

Bien entendu, Matteo Salvini n'a vraisemblablement jamais eu l'intention de gouverner avec le M5S. Comme nous l'avons précédemment fait observer, compte tenu de la grande divergence des points de vue et de l'importance des divisions au sein de chaque parti, les deux groupes ne pourraient de toute façon pas décemment former un gouvernement durable. Quoi qu'il en soit, Luigi Di Maio s'est déclaré trahi par Matteo Salvini qui a torpillé sans équivoque leur coalition déjà fragile. Le chef de la Ligue s'est aliéné de nombreux politiciens au passage, mais son « coup d'éclat » lui a permis de gagner des voix dans les sondages, accroissant ainsi ses chances de devenir le vrai leader de la droite italienne et de remporter les prochaines élections.

L'unique ambition de Matteo Salvini est désormais de se présenter seul et d'élargir rapidement sa base électorale.

2. De nouvelles élections en perspective

Dans ce nouveau contexte, pour que le parti de la Ligue gagne plus de voix, il va devoir accroître sa part au sein des 40 % d'Italiens eurosceptiques et nécessairement attirer dans ses rangs des partisans de Forza Italia (ou négocier par la même occasion le soutien du parti de Silvio Berlusconi). Ce faisant, il va devoir abandonner ses propos farouchement anti-zone euro. L'insistance de Marine Le Pen à quitter l'union monétaire et sa chute suite à l'élection présidentielle française en 2017 devraient servir d'exemple.

En conséquence, le programme de Matteo Salvini devrait maintenant se concentrer sur l'immigration, les baisses d'impôt et la réforme des retraites.

En dernière analyse, quelle que soit l'issue des prochaines élections italiennes, nous sommes convaincus que l'avenir de l'Italie au sein de la zone euro n'est plus menacé.

3. La réaction des marchés et les opportunités d'investissement

Les obligations souveraines italiennes sont entre des mains sûres et stables dans la mesure où les investisseurs étrangers en détiennent 32 % (contre 41 % en 2010) et, parmi ces derniers, les investisseurs hors zone euro n'en représentent que 5 %.

La plupart (environ 20 %) des 27 % d'investisseurs européens sont des gérants d'actifs français et allemands qui sont très « mécanisés » et qui sont contraints de réduire leur exposition. Leurs modèles de risque anticipant désormais une bien plus grande volatilité des BTP italiens.

De plus, le corollaire de cette stabilité de la détention des obligations est le manque de liquidité sur le marché qui explique les écarts de cotation d'aujourd'hui qui ne sont pas justifiés sans cela.

Afin de contourner ces pièges à liquidité, les investisseurs couvrent également leurs investissements en obligations d'entreprises européennes (appétit pour le risque et peu de liquidité) en se tournant vers des substituts tels que les actions des banques de la zone euro qui sont aujourd'hui massivement vendues comme source de liquidité.

Le dilemme que nous rencontrons aujourd'hui est très similaire aux situations de juin 2015 (Grexit) et de février 2016 : l'envolée de la volatilité des marchés contraint les investisseurs à se ruer vers les portes de sortie afin de déboucler partiellement leurs expositions, tandis que les hedge funds accentuent un peu plus les pressions en adoptant des positions courtes.

Compte tenu des ajustements précédents du marché, nous nous attendons à ce que la volatilité se poursuive jusqu'à la semaine prochaine, date à laquelle la plupart des gérants d'actifs auront alors été contraints de quitter le marché et les capitaux opportunistes auront pris leurs bénéfices.

En résumé :

- ✓ Les événements de ce week-end à Rome ont presque réduit à néant la perspective d'une poursuite de la coalition entre les deux partis populistes italiens qui aurait pu mettre sérieusement en péril l'avenir de l'Italie dans la zone euro, même si Luigi Di Maio a affirmé (dernièrement) qu'il n'avait jamais souhaité quitter la zone euro ;
- ✓ Le seul parti eurosceptique vigoureux qui reste, à savoir la Ligue, va devoir abandonner son desiderata de sortie de l'euro afin de rallier davantage d'électeurs à sa cause et de devenir la première force politique en Italie ;
- ✓ En conséquence, nous n'entrevoions PAS d'hypothétique risque d'une sortie de l'Italie de la zone euro ;
- ✓ Une fois que le calme sera revenu, les perturbations de marché actuelles offriront d'excellents points d'entrée, en particulier au sein des BTP au regard de leur rendement réel élevé (actuellement supérieur à 4 %), de l'offre qui sera négative au cours des deux prochains mois (la banque centrale ayant décidé de réduire son programme d'émission pour l'année, la moitié étant déjà achevée), de l'importance des positions vendeuses des hedge funds américains et, surtout, de l'amélioration constante des fondamentaux (veuillez-vous reporter à notre note du 23 mai 2018).

Le contexte actuel nous rappelle 2015. En définitive, le risque n'était pas la Grèce au printemps, mais la Chine plus tard durant l'été. A part en 2011 (lorsque la base d'investisseurs était plus internationale), de brèves périodes de risque politique en Europe ont régulièrement été à l'origine d'épisodes de volatilité des marchés qui n'ont finalement pas du tout eu une portée comparable avec les changements de régime de marché provoqués par de réelles évolutions macroéconomiques mondiales (par exemple, des surprises inflationnistes, des divergences de cycle économique et des chocs des matières premières). Le risque pour 2018 pourrait provenir davantage du niveau élevé des coûts de financement pour les économies émergentes « dollarisées » (qui ont bénéficié d'une forte dynamique en termes de flux de capitaux et de hausse des prix des matières premières) que de la réduction forcée et temporaire des expositions aux actifs italiens et leurs consorts.

*Traduction en français d'une note rédigée par
H2O AM à Londres le 29 mai 2018.*

Mentions légales

Le présent document a été rédigé par H2O Asset Management LLP. Les analyses, les opinions et certains des thèmes et processus d'investissement mentionnés dans les présents représentent le point de vue du (des) gestionnaire(s) de portefeuille à la date indiquée. Ils sont susceptibles de changer, de même que les titres et les caractéristiques du portefeuille indiqués dans les présentes. Il n'y aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels, ou Investisseurs Qualifiés et/ou non-Qualifiés en Suisse et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Dans les pays francophones de l'UE Le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés ou non-Qualifiés par Natixis Investment Managers S.A. ou sa succursale Natixis Investment Managers Distribution. Natixis Investment Managers S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de Natixis Investment Managers S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Natixis Investment Managers Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 43 avenue Pierre Mendès-France 75648 Paris cedex 13.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich. Certains fonds de H2O AM LLP ne sont pas autorisés à la distribution en Suisse. Pour les FCPs enregistrés en Suisse, le prospectus de vente détaillé, des documents intitulés « Informations clés pour l'investisseur », les statuts, les rapports annuels et semestriels sont disponibles sans frais auprès du Représentant et Service de Paiement pour la Suisse, RBC Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, succursale de Zurich, Badenerstrasse 567, Case Postale 1292, CH-8048 Zurich. Pour les compartiments de la ICAV de droit Irlandais H2O Global Strategies, les Fonds peuvent être distribués en Suisse, ou, depuis la Suisse comme définit dans les lois et règlements applicables. Le pays d'origine du fonds est Irlande. En ce qui concerne la publication des données de performance du fond, il est à noter que les performances passées ne représentent pas un indicateur des performances présentes ou à venir. De plus les données de performances ne prennent pas en compte les commissions et coûts liés aux souscriptions et rachats des parts. Le représentant et agent payeur en Suisse est la société Générale, Paris, succursale de Zürich, Talacker 50, P.O. Box 5070, CH-8021 Zurich. En ce qui concerne le placement collectif distribué en Suisse et en provenance de la Suisse, le lieu d'exécution et la juridiction sont au siège social du Représentant en Suisse. Le prospectus ou le mémorandum, les documents clés d'information de l'investisseur (KIID), le règlement de gestion ou les statuts ainsi que les rapports annuels et semestriels peuvent être obtenus gratuitement auprès du Représentant en Suisse.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations. La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

H2O ASSET MANAGEMENT LLP :

Société de gestion de portefeuille de droit anglais
Autorisée et régulée par le Financial Conduct Authority (FCA)
Enregistrée sous le n°529105
Siège social : 10 Old Burlington Street - London W1S 3AG
www.h2o-am.com

NATIXIS INVESTMENT MANAGERS :

RCS Paris n° 453 952 681,
43 avenue Pierre Mendès-France
75648 Paris cedex 13,
Société anonyme au capital de €178 251 690
www.im.natixis.com