



Sandro Merino
Chief investment officer
Banque Cler

- **Les Italiens se rendront aux urnes le 4 mars: les promesses électorales battent leur plein.**
- **Vers une grande coalition en Italie?**
- **Les marchés financiers ne semblent pas inquiets de l'issue du scrutin.**

Élections législatives italiennes

Le 4 mars prochain, les Italiens éliront dans leurs circonscriptions électorales (28 pour la Chambre des députés et 20 pour le Sénat) 630 députés et 315 sénateurs. Le résultat du vote ne suscite pas les mêmes craintes que celui des législatives de l'année dernière en France: nous ne pensons pas qu'il y ait un risque réel d'assister à la formation d'un gouvernement eurocritique qui conduirait l'Italie à sortir de la zone euro, voire de l'UE. Aujourd'hui, les marchés financiers n'intègrent pas non plus de risques accrus concernant les obligations italiennes. La nouvelle loi électorale «Rosatellum» prévoit que 37% des sièges seront alloués par un scrutin majoritaire uninominal. Ce système devrait servir les intérêts des grands partis, mais il y a fort à parier que la loi électorale réformée n'apporte pas cette année de majorités claires et de coalitions gouvernementales stables.

Équilibre des trois blocs

Le paysage politique italien se subdivise actuellement en trois grands blocs d'égale importance. La coalition de centre-gauche menée par l'actuel Premier ministre Paolo Gentiloni, leader du «Partito Democratico», a axé sa campagne électorale sur l'introduction d'un salaire minimum ainsi que l'augmentation des allocations familiales et autres prestations sociales en faveur des retraités et des chômeurs. La coalition de centre-droit formée par «Forza Italia» de Berlusconi, «Fratelli d'Italia» (Frères d'Italie), «Lega Nord» (Ligue du Nord) et d'autres partis prône quant à elle une baisse drastique des impôts via la «flat tax». Elle se positionne également en faveur du contrôle des flux de réfugiés et d'un Plan Marshall pour l'Afrique. Le Mouvement 5 étoiles (M5S) pourrait aujourd'hui être considéré comme le parti ralliant le plus d'électeurs, avec quelque 30% d'intentions de vote. Ce mouvement a récemment modéré ses propos parfois très eurosceptiques pour

mettre en avant d'autres thématiques. Il entend lutter contre le gaspillage des ressources publiques et la bureaucratie, instaurer un revenu minimum sans conditions et réduire la charge fiscale. S'il ne tenait qu'au M5S, une nouvelle loi serait votée pour combattre l'opportunisme parlementaire, en ôtant automatiquement leur siège aux élus tourne-casque. Ce parti s'est également fixé pour objectif de réduire la dette publique record du pays, désormais supérieure à 130% du PIB, en s'autorisant tout de même une marge de dépassement à court terme afin de financer les nouvelles dépenses prévues.

Vers une grande coalition en Italie?

Comme si souvent dans l'histoire du pays, le gouvernement ne pourra être issu que d'une coalition. Il faut s'attendre à une large coalition centre-gauche/centre-droite ou à la formation d'un gouvernement provisoire en attendant de nouvelles élections. Comme en Allemagne, le travail du gouvernement formé dans le cadre d'une GroKo (abréviation de l'allemand «Grosse Koalition») pourrait s'avérer laborieux et lent, surtout si le M5S sortait vainqueur du scrutin. Il représente une force d'opposition dotée d'un programme électoral complexe et atypique. La tenue de négociations de coalition entre le M5S et des partis plus traditionnels pourrait donc facilement tourner à des mises en scène politiques exacerbant les frustrations liées au statu quo italien.

Risque de voir l'Italie sortir de l'UE ou de la zone euro?

Nous ne pensons pas que l'Italie envisage sérieusement, dans un proche avenir, de quitter l'UE ou la zone euro. D'autant que la Constitution italienne n'autorise pas de référendum sur des traités internationaux. Il serait certes possible de faire modifier la Constitution afin de permettre la tenue d'un référendum sur une éventuelle sortie de l'Europe, mais nous ne tenons pas ce scénario pour probable compte tenu de la structure tripartite et fragmentée du paysage politique.

Sécurité sur les marchés financiers

Les marchés financiers ne s'attendent pas à un changement de cap fondamental dans la politique extérieure de l'Italie. La situation économique a connu l'année dernière, comme dans le reste de la zone euro, une nette embellie. Le risque latent que représente un endettement public de plus en plus difficile à financer dans la durée ainsi que les intentions politiques totalement imprévisibles des mouvements populistes continuent néanmoins à peser sur le pays comme une épée de Damoclès. On peut cependant aussi espérer que l'Italie, de par son expérience du chaos politique et son indéniable faculté de révéler le meilleur d'elle-même dans les heures les plus noires, nous réserve une bonne surprise. Les marchés financiers ne semblent en tout cas pas inquiets de l'issue des élections italiennes.

États-Unis: la conjoncture demeure favorable

Le PIB américain a beau ne pas avoir enregistré la hausse de 3% escomptée au dernier trimestre 2017, sa progression de 2,6%, d'après les premières estimations, n'en reste pas moins extrêmement satisfaisante. Si le taux de croissance n'a pas été tout à fait à la hauteur des attentes, c'est en raison de la réduction des stocks et du creusement du déficit de la balance commerciale sur cette période. La toute récente revendication d'un affaiblissement du dollar ne contribuerait pas à atténuer le déficit de la balance commerciale. Une dépréciation du billet vert pourrait même, à court terme, envenimer les choses en augmentant le coût des importations, sans pour autant dynamiser rapidement la demande en exportations. En dépit de ce risque, la conjoncture américaine devrait cette année encore être au beau fixe. La consommation des ménages confirme sa robustesse, et le moral des consommateurs se maintient à un niveau historiquement élevé (fig. 1).

UE: la confiance toujours au beau fixe

La zone euro se porte bien elle aussi. Au 4^e trimestre 2017, le PIB y a augmenté de 2,7% en glissement annuel, et le ciel est dégagé dans toute l'Europe. L'économie française, par exemple, a réalisé sa plus belle performance depuis 2011. Les taux de croissance de l'Espagne et de l'Allemagne n'ont rien à lui envier. Malgré les incertitudes d'ordre politique (élections italiennes et Brexit), les perspectives demeurent favorables pour la suite. Les indicateurs de confiance évoluent à des niveaux historiquement hauts, même la situation sur les marchés de l'emploi s'améliore petit à petit. La zone euro est en outre l'une des rares régions au monde dans laquelle le taux d'endettement public baisse (fig. 2). Le niveau toujours bas des taux d'intérêt confère aux pays de l'UE une marge de manœuvre supplémentaire dans leur politique de dépenses.

Suisse: des signaux au vert

Le baromètre conjoncturel du KOF a beau avoir dernièrement cédé du terrain, les signaux conjoncturels demeurent favorables. En dépit de son récent repli, l'indicateur avancé caracole largement au-dessus de sa moyenne à long terme. L'économie suisse tire notamment parti de la solidité de la conjoncture mondiale. Le contexte est largement positif, et le moral comme les prévisions des entreprises exportatrices s'en ressentent: en comparaison historique, ils sont excellents. Les exportations suisses, dopées par la force de l'euro, ont le vent en poupe. L'Europe est en effet, et de loin, le principal partenaire commercial de la Suisse (fig. 3).

Fig. 1: moral des consommateurs américains



Fig. 2: comparaison des taux d'endettement de la zone euro et des États-Unis

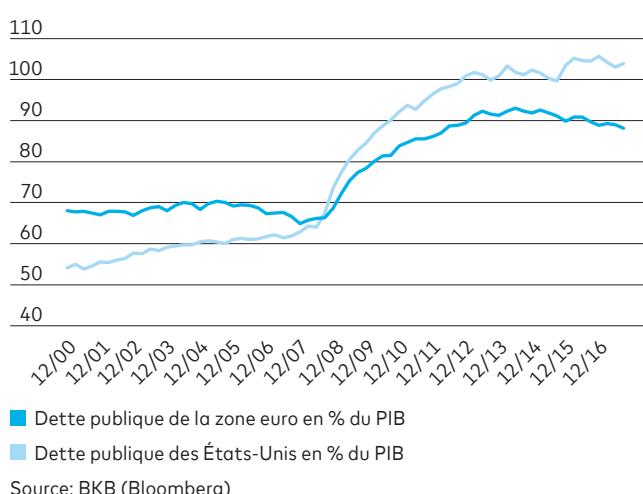
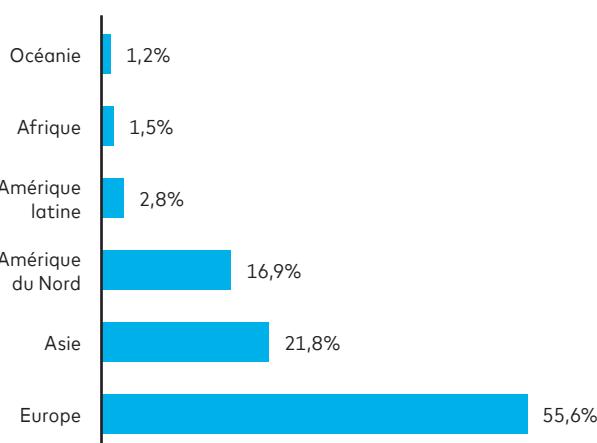


Fig. 3: exportations suisses par région en %



Source: BKB, Administration fédérale des douanes

La BCE poursuit sa politique d'assouplissement monétaire

La Banque centrale européenne (BCE) a annoncé lors de sa réunion de janvier son intention de maintenir le cap de la politique monétaire engagé. Les taux directeurs restent donc à zéro. Elle va plus loin en avertissant que les taux ne remonteront sans doute pas de sitôt et resteront à leur niveau actuel de 0% bien après la fin du programme de rachat d'obligations. Les achats obligataires mensuels resteront d'actualité jusqu'en septembre 2018. La BCE se déclare en outre prête à prolonger ou à étendre ses mesures exceptionnelles jusqu'à ce qu'une correction durable ramène le taux d'inflation à un niveau proche de l'objectif visé, à savoir 2%. La zone euro a beau afficher une croissance robuste, la pression intérieure sur les prix demeure faible. Mario Draghi, président de la BCE, a insisté sur l'absence actuelle de signes avant-coureurs d'une tendance inflationniste durable. Selon lui, cette dynamique ne s'installera pas sans de puissantes impulsions données par la politique monétaire.

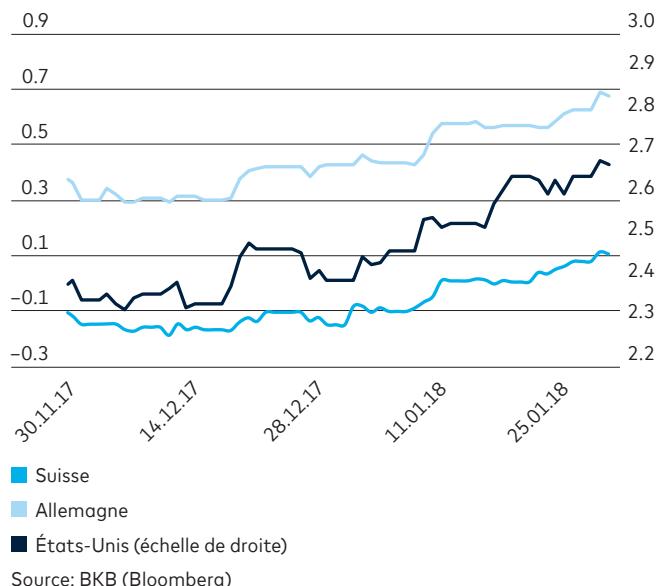
Perspectives

Les rendements des emprunts à 10 ans des États-Unis, de l'Allemagne et de la Suisse progressent depuis le début de l'année (fig. 1). La solidité des données conjoncturelles mondiales y contribue, mais ce n'est pas la seule raison. Aux États-Unis, l'amélioration des rendements obligataires est portée par la conjoncture florissante et l'émergence d'un risque d'inflation, mais aussi par la politique monétaire. Les conséquences potentielles de la réforme fiscale entrent aussi en ligne de compte. Si les baisses d'impôt venaient à stimuler encore la croissance, la Fed pourrait lancer son processus de normalisation des taux plus vite que prévu. La Réserve fédérale a annoncé trois hausses de taux en 2018, suivies de deux autres en 2019. En Europe en revanche, la BCE ne semble pas pressée de modifier sa politique monétaire expansionniste. La Suisse elle non plus ne paraît pas vouloir changer de cap. Pour ne pas réduire les écarts de taux avec la zone euro et éviter un renforcement du franc, la BNS va sans doute attendre que sa consœur européenne relève ses taux pour en faire autant.

Marché suisse de l'immobilier

Le marché de l'immobilier en propriété (maisons individuelles et appartements) s'est une nouvelle fois légèrement apprécié en 2017. Les prix des appartements ont augmenté de 2% à peine, ceux des maisons individuelles de 3% environ. La faiblesse des taux hypothécaires ainsi que la robustesse de la conjoncture sont les deux principaux moteurs de cette expansion. Contrairement au marché locatif, qui se caractérise par une surenchére, l'immobilier en propriété bénéficie non seulement d'un fléchissement de la demande mais aussi d'une contraction de l'activité de construction sur ce segment. Les prix élevés des biens en propriété les rendent désormais inaccessibles à la majorité des ménages. Mais lorsqu'on n'est pas prêt à renoncer à son propre chez-soi, on accepte des compromis, une tendance qui alimente la demande en logements plus petits et moins chers. Il y a par conséquent des chances de voir les prix des maisons individuelles connaître encore une hausse modérée en 2018. Ce ne sera en revanche pas le cas pour les appartements, qui souffrent de la rude concurrence induite par la baisse des prix sur le segment du locatif. Nous maintenons notre pondération neutre à 5% sur le segment des placements immobiliers indirects.

Fig. 1: rendements des emprunts d'État à dix ans



Bon début d'année pour les marchés des actions

A quelques rares exceptions près, les marchés des actions ont commencé l'année en fanfare. L'indice américain S&P 500 et son homologue suisse, le SPI, ont tous les deux clôturé leur première journée de négociation en janvier à des plus hauts historiques et confirmé cette tendance en établissant de nouveaux records sur le reste du mois. Dans un contexte de hausse des taux, tous les secteurs n'ont pas bénéficié équitablement de l'euphorie des investisseurs (fig. 1). Les titres défensifs, autrefois très prisés comme alternative aux obligations de par les revenus relativement stables et les dividendes élevés qu'ils rapportaient, sont désormais très nettement devancés par les valeurs cycliques. Les valeurs financières, notamment européennes, ont en revanche largement tiré leur épingle du jeu.

Survalorisation des actions

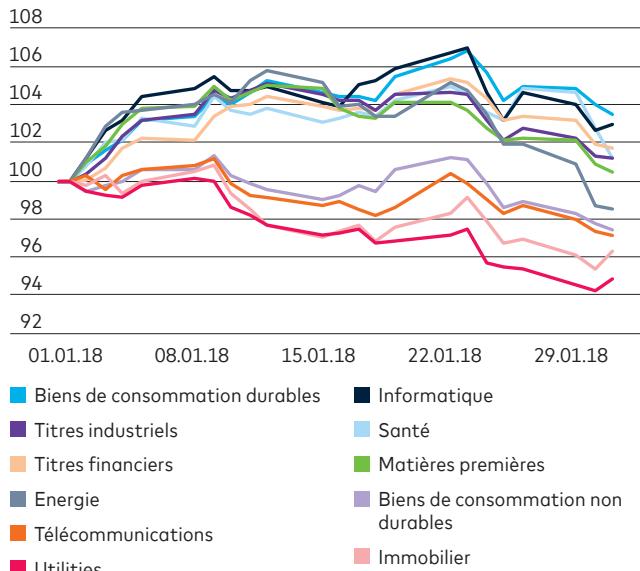
La situation en matière de valorisation est plus préoccupante. Malgré l'évolution favorable des bénéfices, les prix des actions ont récemment connu une progression supérieure à celle des résultats des entreprises. Les valorisations se sont encore envolées pour atteindre, en particulier aux États-Unis, le haut de la fourchette historique. Le ratio cours/bénéfice actuel des titres américains ne se justifie plus qu'en partie seulement par la faiblesse des taux d'intérêt, il s'est éloigné de sa juste valeur au cours des derniers mois (fig. 2). A long terme, la survalorisation des actions laisse augurer de rendements inférieurs à la moyenne. Le contexte conjoncturel mondial aidant, il est fort possible toutefois que les investisseurs acceptent pendant un bon bout de temps encore des valorisations excessives.

Stratégie de placement

Nous avons décidé de maintenir notre légère surpondération en actions. Nous privilégions les titres européens et suisses et restons sous-pondérés en valeurs américaines.

Fig. 1: performance sectorielle des actions en janvier 2018

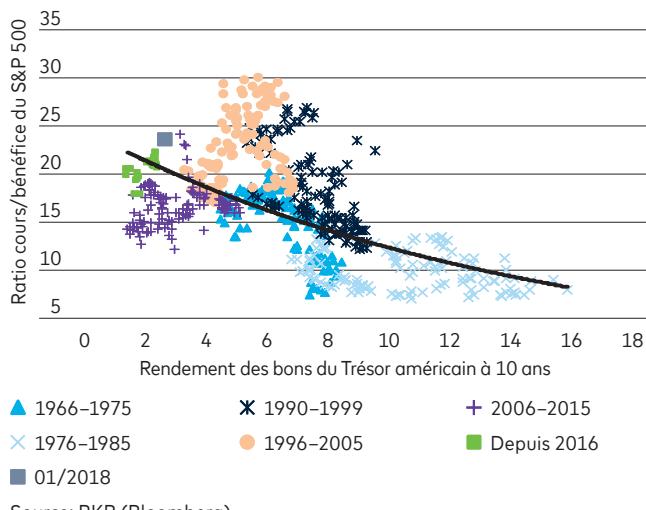
Indice MSCI Net Total Return en CHF



Source: BKB (Bloomberg/MSCI)

Fig. 2: ratio cours/bénéfice du S&P 500 et taux d'intérêt

Janvier 1966 – janvier 2018



Source: BKB (Bloomberg)