



- **Les Italiens ont voté**
- **La GroKo de Merkel reprend les rênes**
- **Les déséquilibres persistent dans la zone euro**

Les Italiens ont voté

Comme prévu, le paysage politique italien post-électoral se subdivise en 3 grands blocs. La coalition de centre-gauche, avec comme principale force le «Partito Democratico» (PD), parti de l'actuel Premier ministre Paolo Gentiloni, a remporté 23,3% des voix. La coalition de centre-droite emportée par «Forza Italia» de Berlusconi, «Fratelli d'Italia» (Frères d'Italie), «Lega Nord» (Ligue du Nord) et d'autres partis a obtenu 37% des suffrages exprimés. Le mouvement contestataire Mouvement 5 étoiles (M5S) devient le premier parti du pays en recueillant à lui seul 32% des voix. La coalition de centre-droite et le M5S sont les vainqueurs de ce scrutin. Les partis sont contraints de former un gouvernement de coalition. A notre sens, une grande coalition centre-gauche/centre-droit est envisageable, même si le PD a déjà exprimé sa volonté de passer dans l'opposition. Deux autres options: associer le M5S au gouvernement ou constituer un gouvernement provisoire en attendant de nouvelles élections. L'Italie doit donc se mettre en quête d'un gouvernement, une tâche d'ores et déjà très délicate et incertaine.

Nous doutons fort 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 la modifier afin de permettre la tenue d'un référendum sur une éventuelle sortie de l'Europe, mais ce scénario est improbable compte tenu du tripartisme du paysage politique. Nous ne pensons pas non plus que la politique extérieure de l'Italie prendra un virage radical. L'économie a beau accuser un certain retard par rapport au reste de la zone euro, elle n'en a pas moins connu en 2017 une nette embellie. Le risque que représente un endettement public de plus en plus difficile à financer dans la durée pèse toujours sur le pays comme une épée de Damoclès.

La GroKo de Merkel reprend les rênes

Maintenant que le SPD a approuvé l'accord de coalition, la nouvelle grande coalition (grosse Koalition ou GroKo en allemand) a toute latitude pour gouverner. Le compromis politique scellé par cet accord, un pavé de 177 pages, apporte de la continuité dans la politique allemande, mais aucun bouleversement profond. L'économie allemande se trouve présentement dans une forme éblouissante. En 2017, pour la 4^e année consécutive, les finances publiques allemandes ont été excédentaires, et la nomination au poste clé des Finances d'un ministre prônant un peu moins l'austérité ne devrait pas changer grand-chose à la donne, puisque l'accord de coalition vient réduire étroitement et explicitement sa marge d'action. Les exportations allemandes culminent elles aussi à un niveau record. Ce n'est pas non plus sous la nouvelle GroKo que le vœu de la France et de l'Italie sera exaucé: l'Allemagne n'est manifestement pas partie pour céder une partie de son avantage compétitif en augmentant ses dépenses publiques et en dynamisant ses salaires afin de stimuler la demande.

Les déséquilibres persistent dans la zone euro

Les disparités conjoncturelles entre l'Allemagne et l'Italie sont révélatrices des tensions économiques dans la zone euro.

L'Italie ne s'est toujours pas remise de la sévère récession qui a succédé à la crise financière il y a dix ans. Sa dette publique a dépassé 130% du PIB, alors qu'outre-Rhin, l'endettement public se résorbe d'année en année. D'ici quelques années, l'Allemagne devrait être à nouveau en conformité avec le critère de convergence prévu par le traité de Maastricht interdisant une dette publique supérieure à 60% du PIB. L'Italie s'avère d'année en année de plus en plus vulnérable: elle n'est pas à l'abri d'une crise de la dette. Même dans le contexte actuel de bonne santé conjoncturelle, sa croissance reste modérée et le chômage élevé, notamment chez les jeunes. En 2017, le taux de croissance s'est tout de même établi à 1,5%, et le déficit budgétaire, de l'ordre de 2%, est raisonnable. Toujours en 2017, l'économie a présenté un excédent d'exportation de 2% après des déficits commerciaux chroniques. Un affaiblissement de l'actuel plus haut conjoncturel pourrait suffire à faire resurgir les problèmes de compétitivité du pays. En Allemagne, les salaires ont grimpé de plus de 20% depuis 2009. Mais les gains de productivité de 10% grâce aux investissements ont réduit la hausse des coûts salariaux unitaires à 10% environ. En Italie, les salaires n'ont évolué que de 5% sur la même période, sans amélioration de productivité. La marge de manœuvre pour une hausse salariale et une reprise économique tangible est sapée par la pression concurrentielle. En l'absence de réformes profondes et d'investissements dans l'avenir, l'Italie risque de pâtir de la concurrence mondiale et de suivre une lente et douloureuse spirale descendante.

États-Unis: la politique commerciale représente un facteur de risque

La conjoncture tient le cap. Rien ne semble a priori indiquer que les prévisions de hausse du PIB en 2018 (+ 2,5%) pourraient ne pas se concrétiser. Les indicateurs avancés et de confiance sont largement expansionnistes. Sur le marché du travail règne le plein-emploi (fig. 1). Les nouvelles sont encourageantes tant du côté de la consommation privée que de l'activité d'investissement. Mais la politique commerciale des États-Unis demeure un facteur de risque. Les projets du président Trump d'instituer des droits de douane ont déjà compromis à moyen et long termes les perspectives de croissance du pays. Imposer la taxation des importations d'acier et d'aluminium pour protéger l'industrie sidérurgique nationale revient à mener une politique rétrograde. Les responsables politiques se sont ce faisant délibérément privés des avantages de la répartition internationale du travail et des gains potentiels en matière de productivité et de coûts proposés par d'autres pays. Les perspectives conjoncturelles à court terme n'en sont cependant pas affectées: elles restent positives pour 2018.

UE: des signaux au vert, avec l'Italie qui ferme la marche

Après la très nette augmentation du PIB enregistrée fin 2017, les signaux pour l'année 2018 sont au vert. Les taux de chômage fléchissent lentement, mais sûrement, et les entreprises continuent à faire montre d'un grand optimisme. La légère contraction qu'a récemment connue l'indice allemand Ifo n'altère en rien ce bilan satisfaisant. En comparaison historique, il évolue toujours à un niveau extrêmement élevé et augure d'une bonne évolution de la conjoncture (fig. 2). Le ciel est dégagé dans toute la zone euro. Seule l'Italie reste un peu en retrait de la dynamique globale: son taux de croissance – en soi tout à fait honorable – de 1,5% (en glissement annuel) la place encore une fois en lanterne rouge des quatre grandes nations de la zone euro.

Suisse: la région Nord-Ouest moteur de la croissance

L'économie suisse, dopée par l'excellente conjoncture mondiale, connaît une croissance soutenue. Les entreprises ont donc entamé l'année 2018 sur des bases résolument optimistes. La région Nord-ouest de la Suisse fait à nouveau partie des pôles de croissance, grâce notamment au dynamisme de l'industrie pharmaceutique dans cette zone au coude du Rhin. Le secteur devrait cette année encore contribuer de manière décisive à la performance économique. Il suffit de regarder du côté du commerce extérieur pour constater l'importance de l'industrie chimico-pharmaceutique (fig. 3): ses produits représentent près de 45% du total des exportations helvétiques.

Fig. 1: évolution de l'emploi aux États-Unis

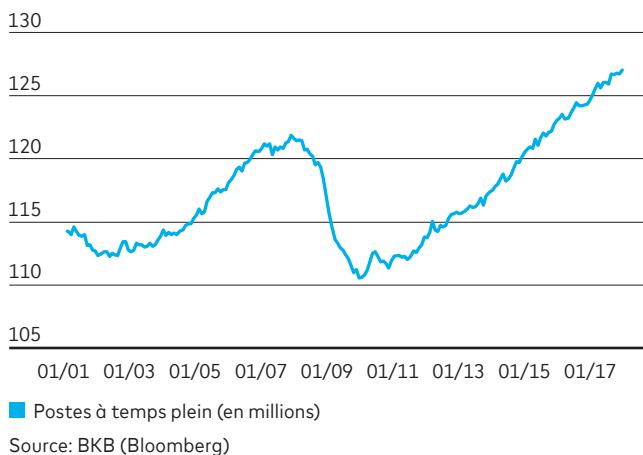


Fig. 2: indice allemand Ifo

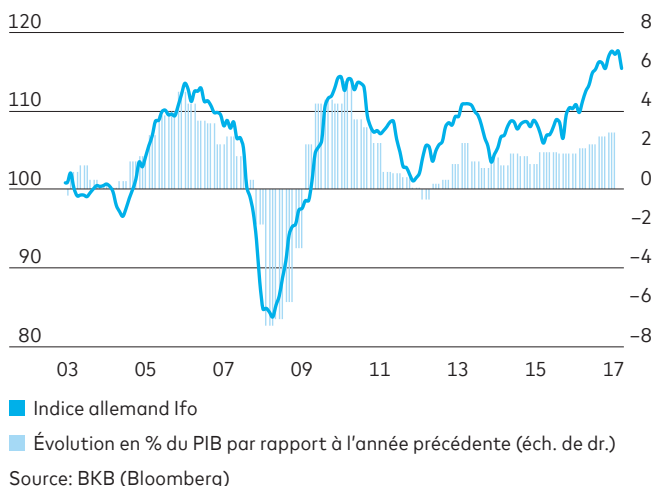
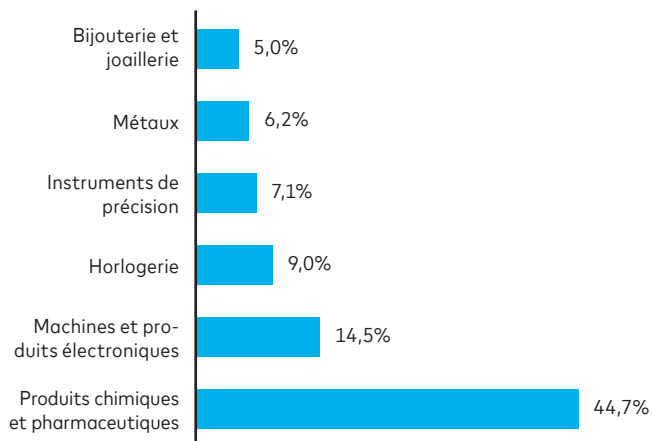


Fig. 3: exportations de la Suisse en 2017



Source: BKB, Administration fédérale des douanes

Taux d'intérêt, monnaies et marché immobilier

Le nouveau président de la Fed maintient le cap

Après la passation de pouvoirs à la tête de la Réserve fédérale américaine (Fed), la première apparition de Jerome Powell dans ses nouvelles fonctions de président de la Fed était très attendue. Lors de son audition devant le Congrès américain, il s'est montré à la hauteur des attentes exprimées en amont de sa nomination. Il poursuivra la politique monétaire de relèvements prudents des taux. Les marchés anticipent donc trois hausses des taux aux États-Unis en 2018. La première mesure est d'ores et déjà fixée à la réunion de mars. Si toutefois l'inflation devait s'exacerber, la Fed se réserverait le droit d'intervenir plus vite que prévu. Pour le moment, les chiffres de l'inflation n'indiquent pas qu'il y ait lieu de précipiter les choses. L'inflation globale et l'inflation sous-jacente (hors énergie et denrées alimentaires) oscillent toujours autour de 2%. Malgré le plein-emploi sur le marché du travail, il n'y a pour l'heure aucun signe d'accélération du renchérissement. La réforme fiscale américaine en revanche constitue un sérieux facteur de risque pour la stabilité des prix. Il faut s'attendre à ce qu'elle ait en 2018 un effet procyclique qui augmentera le risque d'inflation. Ces derniers mois, les rendements obligataires ont progressé en conséquence. Fin février, celui des emprunts d'État américains à 10 ans approchait du seuil des 3%.

La BCE poursuit sa politique monétaire expansionniste

A l'inverse de la Fed, la BCE, sous l'égide de Mario Draghi, s'en tient à sa politique très accommodante. Elle n'entend pas réduire avant septembre au plus tôt le volume de ses achats obligataires, qui représentent environ 30 milliards d'euros par mois. L'inflation reste très faible dans la zone euro: l'inflation sous-jacente s'établit à 1%, et l'inflation globale à 1,2% (fig. 1). Le renforcement de l'euro contribue aussi à juguler la hausse des prix. Les importations libellées en dollars US reviennent ainsi moins cher aux importateurs de la zone euro. Les rendements des emprunts d'État à 10 ans ont néanmoins eux aussi augmenté en Suisse et dans la zone euro, toutes proportions gardées par rapport aux titres américains. La tendance à la hausse des taux observée outre-Atlantique est en marche de notre côté de l'Atlantique aussi, elle se fera simplement à un rythme beaucoup plus lent. Après la récente hausse des taux, nous ne tablons pas sur une progression sensible des rendements, et la BNS navigue dans le sillage de la BCE.

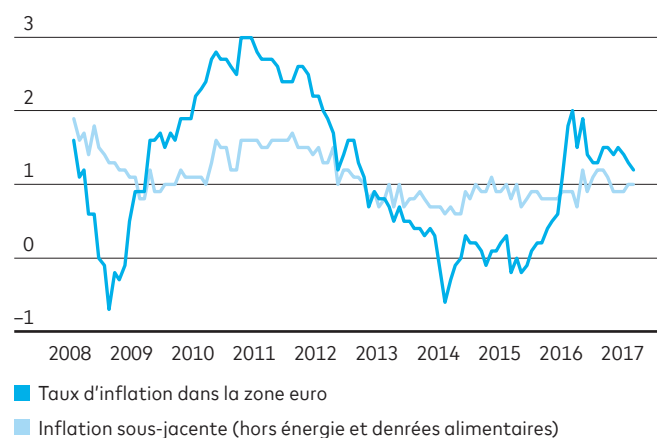
Marché suisse de l'immobilier

Après un début d'année positif en bourse, les placements immobiliers indirects (dans des fonds immobiliers et des sociétés anonymes immobilières) évoluent désormais dans le négatif (état: fin février 2018). A la suite de sa reprise en fin d'année, le marché des placements immobiliers indirects a souffert de prises de bénéfices et de nouvelles augmentations de capital. Et d'autres émissions sont planifiées. Cette tendance se maintiendra tant que les taux d'intérêt seront bas, que les solutions de placement alternatives feront défaut et que le marché sera capable de bien absorber les nouvelles émissions. Il ne faut cependant pas oublier que le marché immobilier direct ne cesse de s'affaiblir.

L'année passée, les fonds immobiliers résidentiels ont fait l'objet d'une forte demande. Fin 2017, leurs agios dépassaient 30%, contre à peine 20% pour les fonds immobiliers commerciaux. Les rendements sur distribution des fonds commerciaux ont donc connu une évolution plus favorable que ceux des fonds résidentiels. La hausse de la vacance locative commence par ailleurs à se faire ressentir sur les fonds immobiliers résidentiels. Les immeubles commerciaux se trouvent à un stade de leur cycle plus avancé que le segment du locatif. Le nombre de logements vacants a pu y être activement réduit ces dernières années. Dans ce contexte, les fonds axés sur des biens à usage commercial redeviennent attractifs après avoir connu quelques années difficiles.

Nous maintenons notre pondération neutre à 5% sur le segment des placements immobiliers indirects.

Fig. 1: taux d'inflation dans la zone euro (en %)



Source: BKB, Bloomberg

Fortes corrections sur le marché des actions

Après avoir commencé l'année en fanfare, les marchés des actions sont entrés fin janvier dans une phase de correction dont l'ampleur – avec des chutes de cours de l'ordre de 10% – avait été enregistrée en Europe pour la dernière fois en juin 2016, après le référendum sur le Brexit. Le VIX, le fameux « indice de la peur » qui mesure la volatilité du marché des options par rapport à l'indice S&P 500, a plus que triplé. Pour expliquer cette flambée, les acteurs du marché avancent différentes raisons, qui vont de l'augmentation des taux et des prévisions inflationnistes au désendettement (*deleveraging*, en anglais) parmi les hedge funds, en passant par l'urgence d'une correction des cours après la tendance haussière quasi continue observée l'année dernière. Le redressement qui s'ensuit ainsi que la surperformance de secteurs cycliques comme les valeurs technologiques, les biens de consommation cycliques et les valeurs financières, montre toutefois que les investisseurs eux-mêmes continuent à croire en la robustesse de la conjoncture.

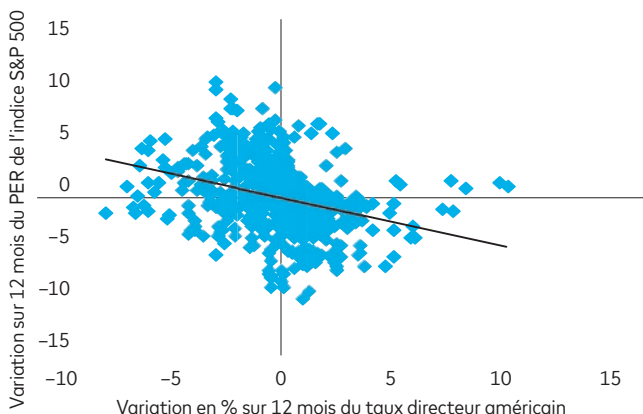
Les actionnaires ont-ils raison de redouter une hausse des taux?

Actualiser les bénéfices, flux de trésorerie ou dividendes futurs en leur appliquant un taux d'intérêt supérieur réduit forcément leur valeur actuelle. Dans un scénario de hausse des taux, les valorisations d'actions comme par ex. le ratio cours/bénéfice ne pourront donc que diminuer (fig. 1). D'un autre côté, les remontées de taux interviennent la plupart du temps dans des périodes de vigueur conjoncturelle qui s'accompagnent d'une progression des bénéfices des entreprises (fig. 2). Les répercussions sur les prix des actions d'une baisse des valorisations et d'une progression des bénéfices sont antinomiques, il n'a pas été possible lors des phases haussières passées de dégager clairement un effet net. Nous pensons que les cours des actions conserveront leur potentiel à l'horizon d'une année même en cas d'augmentation des taux, et que la dynamique positive au niveau des bénéfices des entreprises permettra de compenser d'éventuelles pertes de valorisation.

Stratégie de placement

Nous avons profité des corrections intervenues sur les marchés des actions pour accroître la part d'actions au sein de notre portefeuille, en misant encore davantage sur les valeurs de pays émergents et en réduisant notre sous-pondération en titres américains par le biais d'un rééquilibrage actif. Nous maintenons notre surpondération dans nos mandats en actions en privilégiant, au niveau géographique, la Suisse, l'Europe et les pays émergents.

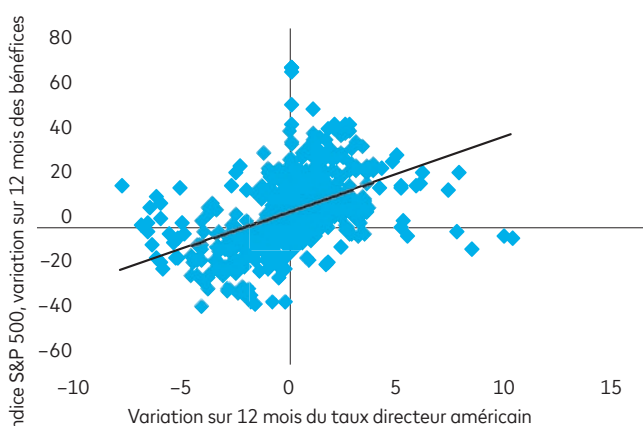
Fig. 1: variations des taux et valorisation des actions



Source: BKB (Bloomberg)

Données mensuelles de juillet 1954 à janvier 2018

Fig. 2: variations des taux et évolution des bénéfices en %



Source: BKB (Bloomberg)

Données mensuelles de juillet 1954 à janvier 2018

© Banque Cler / Sans engagement. Nos recommandations se fondent sur des informations publiques que nous considérons comme fiables, mais pour lesquelles nous ne prenons aucune responsabilité. Nous ne pouvons pas non plus en garantir l'intégralité et l'exactitude. Nous nous réservons le droit de modifier en tout temps sans préavis l'opinion exprimée ici. Les recommandations de placement développées dans la présente publication pourraient ne pas être applicables à certains investisseurs – selon les objectifs et l'horizon de placement ou le contexte global de la position financière. Aux investisseurs, nous conseillons qu'ils se procurent l'avis d'un spécialiste de leur banque avant de procéder à un engagement. Cette publication est le fruit de la coopération entre la Banque Cler et la BKB.