



- **Le nouveau gouvernement italien défie l'UE et la zone euro avec son «plan B».**
- **Trump taxe les importations d'acier et d'aluminium en provenance de l'UE. Vers une escalade des tensions?**
- **Stratégie de placement: réduire la pondération en actions. Hausse des risques inhérents aux placements malgré la robustesse conjoncturelle**

## **Le nouveau gouvernement italien et son «plan B»**

Trois mois après les élections législatives, un nouveau gouvernement de coalition est arrivé au pouvoir. La formation d'une coalition entre des partis très hétérogènes, qui semblait encore improbable à l'issue du scrutin de mars, vient chambouler le paysage politique européen. Après avoir essuyé le veto du président italien S. Mattarella, le très controversé candidat eurosceptique au poste de ministre de l'Économie et des Finances, Paolo Savona, a dû se contenter du portefeuille moins prestigieux des Affaires européennes. Mais cette décision ne change rien au fait que l'Italie se montrera désormais moins conciliante dans son dialogue avec la zone euro et l'UE. Les propos souvent très polémiques des nouveaux responsables politiques s'attachent à mettre en évidence les dysfonctionnements d'une union monétaire présentant plus d'inconvénients que d'avantages. La faiblesse chronique de la croissance économique, le taux de chômage élevé, la dette publique abyssale, la charge fiscale pesant sur les acteurs économiques ou encore la gestion des flux migratoires, tout est mis sur le dos de l'euro et de la bureaucratie européenne. L'image de l'entrepreneur italien patriotique qui préserve la dignité du pays en dépit de la pression exercée par l'euro, l'interventionnisme de l'UE, l'immigration illégale et la suprématie allemande à l'exportation, a convaincu de nombreux électeurs. Les promesses électorales d'allègements fiscaux, de création d'un généreux revenu minimum national et de relèvement des retraites ont fait mouche tant dans le nord de l'Italie, las de payer des impôts, que dans le sud de l'Italie, en perte de vitesse économique. Parallèlement, d'autres États de l'union monétaire s'interrogent sur l'impact que pourrait avoir la nouvelle politique sur les finances publiques du pays. Une chose paraît certaine: il sera impossible de tenir toutes les promesses de la campagne sans grever

les finances publiques au-delà du seuil autorisé dans la zone euro et creuser considérablement la dette du pays. Le nouveau gouvernement entend donner plus de poids au débat sur les limites de l'endettement et sur les «règles de la maison» qui prévalent au sein de l'union monétaire en théorisant ouvertement sur de potentiels scénarios de sortie de l'UE comme «plan B». Ces nouveaux discours iconoclastes du gouvernement italien dans le cadre de sa politique européenne entraînent, sans grande surprise, une perte d'attrait des emprunts d'État; les revers de cours subis par les titres italiens ces dernières semaines confirment que le risque d'une crise financière demeure bien réel.

Aussi séduisante qu'elle puisse paraître aux électeurs, la menace du «plan B» constitue une stratégie très risquée. Si le pays se retrouvait en proie à une crise financière, le gouvernement italien se verrait contraint de demander de l'aide et de recourir aux plans de sauvetage ainsi qu'aux mécanismes de stabilité mis en place à la suite de la crise grecque. Un tel financement d'urgence impliquerait par ailleurs que l'Italie accepte les coupes budgétaires correspondantes. Jouer la carte du «plan B» pendant la crise pourrait rapidement entraîner une escalade incontrôlée de la situation. Le nouveau gouvernement italien va certainement tester ces prochaines semaines la stabilité et la fermeté des États membres de la zone euro, en réclamant des aménagements des règles actuelles.

## **Trump taxe les importations d'acier et d'aluminium en provenance de l'UE**

Donald Trump ne prolonge pas le délai de grâce accordé à l'UE et instaure des droits de douane sur les importations d'acier et d'aluminium. La Commission européenne a aussitôt contre-attaqué et annoncé le dépôt d'une plainte auprès de l'OMC. Les États-Unis pourraient également mettre en place des obstacles au libre-échange avec la Chine. L'ampleur de ces nouvelles entraves commerciales ne suffira pas à faire dévier l'économie mondiale du solide cap de croissance qu'elle suit aujourd'hui. Mais Trump est si imprévisible qu'on ne peut exclure une escalade des mesures.

## **Stratégie de placement: réduire la part en actions**

La hausse des risques inhérents aux placements, alimentée notamment par les incertitudes liées à l'Italie, nous a conduit, fin mai, à diminuer la part d'actions dans nos mandats de gestion de fortune. Les réductions ont surtout porté sur les valeurs européennes. Le produit des ventes a été investi de manière diversifiée dans des liquidités en CHF, de l'or et des obligations de pays émergents libellées en monnaie locale. Nous pensons que l'euro restera faible dans les prochaines semaines. Le flou qui entoure la stratégie et les objectifs du gouvernement italien en matière de politique européenne inquiète actuellement les marchés financiers.

## États-Unis: les perspectives restent au beau fixe

D'après les derniers bilans conjoncturels et résultats de sondages publiés, tout porte à croire que l'économie américaine va poursuivre sur sa solide lancée. Les indicateurs avancés annoncent toujours une évolution dynamique de la conjoncture. Le marché du travail se porte à merveille: c'est ce qui ressort des chiffres relatifs à l'emploi ainsi que du nombre de postes vacants. Les difficultés rencontrées par les PME dans leur processus de recrutement témoignent elles-mêmes de la bonne santé du marché du travail (fig. 1). Et, en avril, le taux de chômage est pour la première fois depuis décembre 2000 passé en dessous de la barre des 4%. Le plein-emploi règne. Le niveau historiquement élevé du moral des consommateurs américains vient compléter le tableau. On table par conséquent pour le 2<sup>e</sup> trimestre 2018 sur une nouvelle hausse de la consommation privée, plus significative cette fois, qui ferait oublier la faiblesse de la croissance enregistrée au 1<sup>er</sup> trimestre. Un scénario de hausse du PIB de 2,5% reste à nos yeux tout à fait réaliste.

## UE: l'Italie occupe le devant de la scène

Les données conjoncturelles dans la zone euro demeurent favorables, laissant présager une robuste croissance pour le reste de l'année 2018. L'Italie est toutefois un sujet de préoccupation pour de nombreux observateurs du marché, non pas sur le plan économique, mais en raison de l'hostilité affichée par les vainqueurs des élections italiennes vis-à-vis de l'UE. La situation économique du pays est finalement plutôt bonne. Le PIB a tout de même connu en 2017 une hausse de 1,5% (sa plus forte progression depuis 2010), le taux de chômage recule lentement mais sûrement, et le solde de la balance des transactions courantes est positif depuis 2013 (fig. 2). S'il est probable que la politique italienne continue à faire les gros titres, les perspectives conjoncturelles en tout cas ne se sont en rien assombries. Nous ne voyons actuellement aucune raison de revoir à la baisse nos prévisions de croissance de 2%.

## Suisse: l'indicateur du KOF en léger repli

La récente parution du baromètre conjoncturel du KOF, redescendu à son niveau de décembre 2015, annonce pour les prochains mois une évolution moyenne de la conjoncture suisse. Cette perte de terrain est certes imputable aux secteurs manufacturier et du bâtiment, mais aussi à la contribution légèrement négative de la consommation et des exportations. Nous maintenons cependant notre prévision de hausse du PIB de 2% pour 2018. La situation sur le marché du travail reste en effet un pilier essentiel. Or, le taux de chômage suisse a nettement fléchi ces derniers mois (fig. 3).

Fig. 1: marché du travail américain (PME)

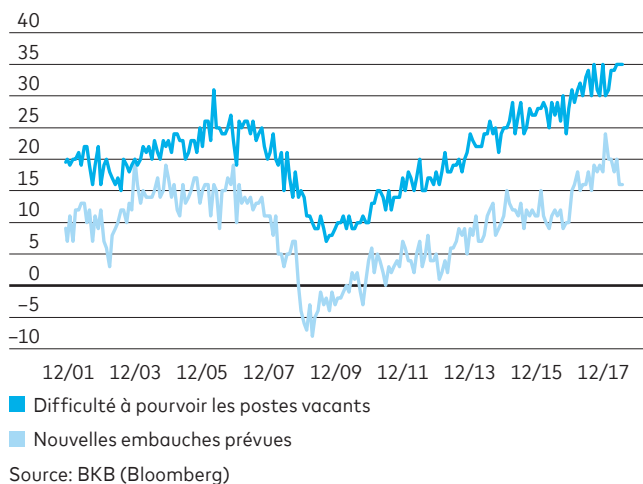


Fig. 2: PIB italien et solde de la balance des transactions courantes

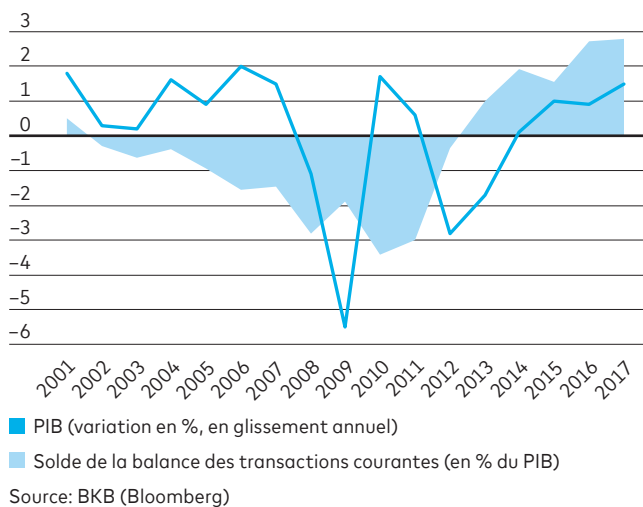
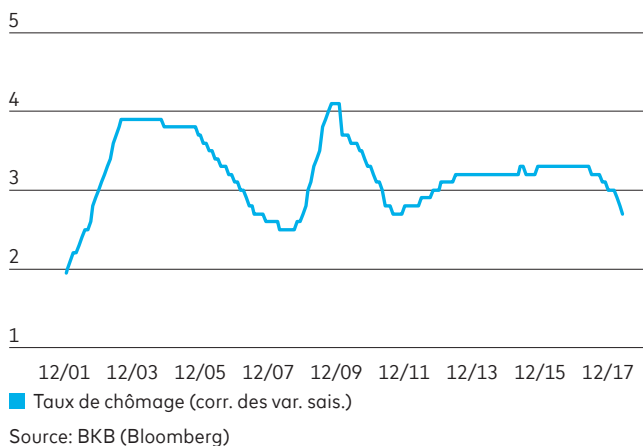


Fig. 3: taux de chômage suisse



# Taux d'intérêt, monnaies et marché immobilier

## Des incertitudes croissantes face aux risques politiques

Au 1<sup>er</sup> trimestre, la croissance économique a fléchi dans la zone euro; parallèlement, l'inflation demeure excessivement faible. Si les perspectives conjoncturelles continuaient à se dégrader, la Banque centrale européenne (BCE) pourrait se trouver confrontée à d'énormes problèmes. Et la multiplication actuelle des risques politiques n'arrange pas les choses. La formation du gouvernement de coalition en Italie a notamment provoqué d'importantes turbulences sur les marchés financiers, à la suite desquelles le rendement des emprunts d'État à 10 ans s'est envolé. Les acheteurs exigent une forte augmentation de la prime de risque. La hausse des rendements se reflète également dans le creusement du spread par rapport aux emprunts obligataires allemands (fig. 1). Le spread indique la différence de rendement entre l'emprunt d'État italien à 10 ans et son homologue allemand. Il constitue une mesure importante du risque associé aux obligations italiennes, tel qu'il est perçu. Il s'élevait à 300 points de base le 29.5.2018, un score qui reste toutefois largement inférieur aux niveaux atteints pendant les années de crise 2011 et 2012, où la prime de risque culminait bien au-delà des 500 points de base. Dans ce contexte mouvementé, l'euro se retrouve lui aussi sous pression. Nous avons réduit début mai notre surpondération dans la monnaie unique, mais notre prévision de taux de CHF 1,23 pour EUR 1 demeure d'actualité. La prochaine réunion de la BCE aura lieu mi-juin. Les marchés financiers espèrent bien obtenir des informations concrètes sur son plan d'action, et en particulier sur sa gestion du programme de rachat d'obligations qui touche à sa fin.

## Perspectives

Ces derniers jours, les marchés des taux d'intérêt ont été secoués, en particulier par la crise gouvernementale en Italie. Ce climat d'incertitude a incité les acteurs des marchés financiers à privilégier les obligations fiables des piliers de la zone euro au détriment des pays périphériques. En conséquence, les rendements des emprunts d'État à 10 ans des États-Unis, de l'Allemagne et de la Suisse poursuivent leur baisse. Nous pensons néanmoins que les taux d'intérêt américains maintiendront leur hausse, surtout à court terme. En ce qui concerne l'Europe et la Suisse, les taux devraient dans un premier temps poursuivre leur évolution latérale, avec une légère tendance haussière.

## Marché suisse de l'immobilier

Après avoir encore enregistré début mai une légère remontée, les placements immobiliers suisses cotés en bourse se sont retrouvés en difficulté pendant la deuxième moitié du mois. Ce fléchissement a concerné tant les fonds immobiliers que les actions immobilières. La performance de ces dernières depuis le début de l'année reste toutefois positive, alors que celle des fonds immobiliers s'établit désormais à quasiment -3%. Il est difficile de déterminer la cause précise de cette faiblesse des cotations. Les fonds immobiliers devraient néanmoins continuer de pâtir des augmentations de capital imminentes. Il y a en outre de fortes chances que les taux d'intérêt augmentent à moyen terme. Malgré la fuite vers les valeurs refuges à laquelle on assiste actuellement (nouvelle baisse des rendements suisses), nous estimons nous aussi que les rendements suisses à 10 ans seront d'ici fin 2019 supérieurs de 0,5 à 1% à leur niveau d'aujourd'hui. La hausse en question sera donc relativement négligeable. Il faudra attendre un certain temps encore avant que la BNS ne décide de relever ses taux directeurs.

Nous maintenons notre pondération neutre autour de 5% sur le segment des placements immobiliers indirects, car les rendements sur distribution restent attractifs, du haut de leur moyenne de 2,7%.

Fig. 1: écart de rendement entre l'Allemagne et l'Italie



■ Emprunt d'État italien à 10 ans moins son homologue allemand

Source: BKB, Bloomberg

## Les actions sous pression en mai

Le vent favorable, qui avait profité aux marchés des actions pendant la première moitié du mois de mai, a pris fin avec la clôture de la saison de publication des excellents résultats des entreprises au premier trimestre. Les actions des pays émergents ont poursuivi leur cap de sous-performance. Les titres d'Amérique latine en particulier ont essuyé des pertes substantielles. Cette évolution s'explique en grande partie par l'appréciation du dollar US consécutive à la normalisation des taux américains, dont pâtissent notamment les pays ayant une importante dette extérieure en USD, car cela renchérit le coût de leur crédit (fig. 1). D'autres facteurs entrent aussi en ligne de compte, comme la grève des chauffeurs de camions qui a paralysé l'économie brésilienne et les incertitudes politiques qui entourent les prochaines élections prévues en Colombie, au Mexique et au Brésil. Dans le reste du monde aussi, les problèmes d'ordre politique reviennent d'ailleurs sur le devant de la scène. Il suffit pour s'en convaincre de considérer les turbulences occasionnées par le retrait des États-Unis de l'accord nucléaire iranien ou encore la formation du gouvernement de coalition italien, laquelle a directement précipité la baisse des actions européennes.

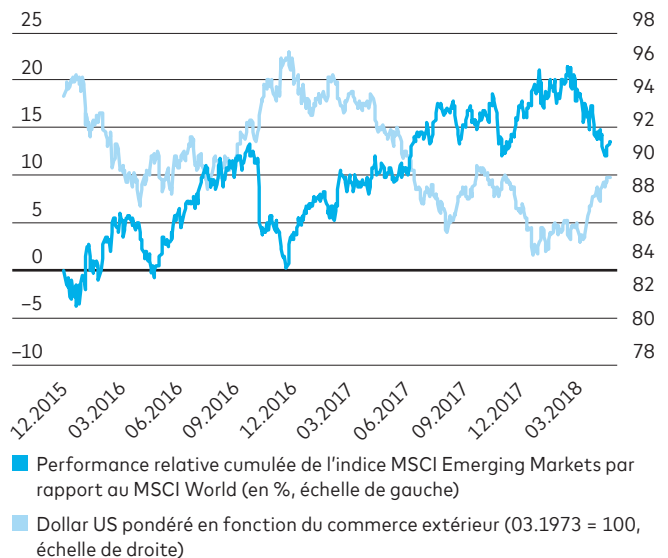
## Les finances, les télécoms et les utilities en difficulté, l'IT en bonne forme

Les craintes liées à une nouvelle crise de l'euro et du crédit ont porté préjudice aux valeurs financières. Le mois de mai n'a pas été bon non plus pour les sociétés de télécommunications et les fournisseurs (utilities). Les prévisions de hausse de taux pèsent sur ces titres défensifs, qui ont de lourdes dépenses d'investissement à financer et qui servent en outre d'alternative à certains investisseurs du fait de la relative stabilité des revenus qu'ils procurent. Les actions du secteur technologique, dopées par l'optimisme des entreprises, sont celles qui ont le mieux tiré leur épingle du jeu (fig. 2).

## Stratégie de placement

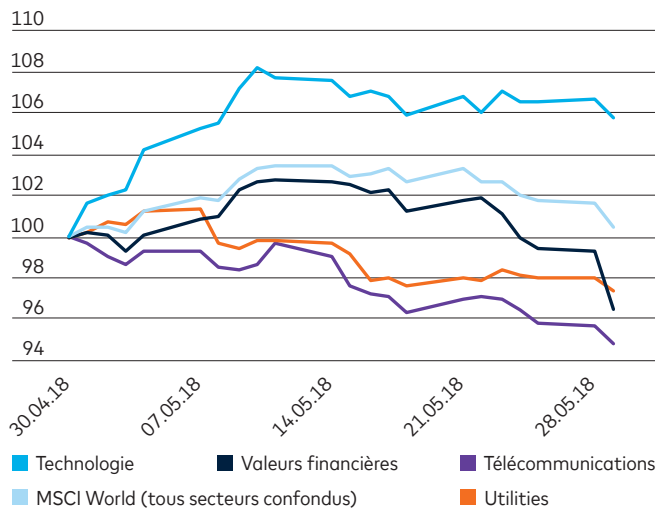
Nous avons fait le choix tactique de réduire notre part en actions, principalement au détriment des titres européens. Nous affichons donc maintenant une légère sous-pondération. La politique italienne devrait continuer à alimenter la nervosité des marchés financiers.

**Fig. 1: sous-performance des actions des pays émergents face à la hausse de l'USD**



Source: BKB (Bloomberg/ MSCI)

**Fig. 2: performance d'un échantillon de secteurs en mai**  
 Index, 30.04.2018=100



Source: BKB (Bloomberg/MSCI)

© 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.