



- **Les dépenses publiques italiennes en hausse**
- **Le scénario grec va-t-il se répéter en Italie?**
- **Pays émergents: des corrections de cours positives**

Les dépenses publiques italiennes en hausse

En Italie, le Premier ministre Conte et le ministre des Finances Tria ont présenté leur programme budgétaire à l'horizon 2021 dans un document intitulé «Documento di Economia e Finanza» (DEF). Le 4 octobre, le gouvernement italien a adressé à la Commission européenne un courrier l'informant de ses intentions en matière de politique budgétaire, une lettre qui a suscité de nombreux débats et réactions sur les marchés financiers. Depuis la publication du DEF le 28 septembre, la rémunération des emprunts d'État italien à 10 ans a progressé d'environ 0,5% pour s'établir aux alentours de 3,40%. Cette prise de position est source de grande nervosité chez les partenaires du pays au sein de l'Union monétaire.

L'Italie table pour 2019 sur un déficit budgétaire de 2,4%, qui sera ensuite ramené à 2,1% en 2020 et à 1,8% en 2021. Le taux de 2,4% de la performance économique annoncé pour 2019 correspond à un nouvel endettement de l'ordre de 44 milliards d'euros. L'abandon de la hausse de TVA prévue par le précédent gouvernement coûtera à lui seul 12 milliards. Un revenu minimum doit en outre être mis en place dans le cadre d'un projet pilote qui sera lancé en mars 2019.

Les intérêts liés à la dette publique représenteront en 2019 près de 67 milliards d'euros, ce qui en fera le principal poste budgétaire italien. L'Italie dégagera pour 2019 un excédent de recettes avant le service des intérêts de sa dette (excédent primaire) d'environ 23 milliards d'euros. Elle serait donc en mesure de réduire son endettement si les mesures actuellement prises produisaient l'effet escompté en dopant la croissance et l'inflation. Mais ce sont précisément les prévisions de croissance formulées dans le DEF qui font l'objet de critiques. Le budget a été établi sur la base de pré-

sions de croissance du PIB de 1,5% pour 2019, de 1,6% pour 2020 et de 1,4% pour 2021. Or, comme le rappellent les détracteurs du gouvernement, le pays n'a que très rarement enregistré des taux de croissance supérieurs à 1% ces 10 dernières années.

Le scénario grec va-t-il se répéter en Italie?

Si les mesures prises par le gouvernement n'entraînent pas la hausse de croissance escomptée, la dette publique italienne, qui représente déjà 130% du PIB, risque de se creuser encore davantage. Établir une comparaison avec le scénario grec serait cependant tiré par les cheveux. La dette publique italienne est aux $\frac{2}{3}$ intérieure, alors que la Grèce se finançait à plus de 80% à l'étranger. De plus, la balance des paiements italienne est constamment excédentaire, tout comme, depuis 2013, la balance courante. Le risque pour l'Italie de devoir faire face à une crise financière est donc bien moindre: il est peu probable que le pays ait à traverser une crise aussi grave que la Grèce. Ses finances publiques demeurent néanmoins précaires. Si l'objectif de stimulation de la croissance n'est pas atteint, les intérêts de la dette publique augmenteront, et la situation financière du pays continuera à se dégrader. Même s'il a significativement renforcé sa dotation en fonds propres et réduit son volume de crédits toxiques, le secteur financier italien reste sensible aux humeurs des marchés financiers. La nouvelle stratégie de croissance de l'Italie est donc risquée. La Commission européenne ne donnera pas facilement son feu vert.

Pays émergents: des corrections de cours positives

Les difficultés boursières rencontrées par les pays émergents depuis début 2018 ne les empêchent pas de disposer pour la plupart d'entre eux de finances publiques extrêmement saines. Des pays comme la Turquie ou l'Argentine ont cette année été montrés du doigt en raison de leur dépendance aux flux de capitaux étrangers. Mais il faut savoir que ces pays n'entrent pas, ou très peu, dans la composition des instruments de placement impliquant des actions et obligations des marchés émergents. La majorité des monnaies locales des pays émergents sont évaluées bien en dessous de leur parité de pouvoir d'achat avec le dollar. Le marché a cet été sanctionné en bloc tous les pays émergents. Résultat: les emprunts libellés en monnaie nationale proposent désormais une rémunération attractive. Nous recommandons par conséquent d'intégrer aux portefeuilles les fonds sélectionnés par nos soins selon l'approche du meilleur de la classe, qui investissent dans des actions et obligations des marchés émergents en monnaie locale.

États-Unis: l'enchantement du plein-emploi

Les taux de croissance du PIB sont en hausse, et le plein-emploi règne. Tous les indicateurs économiques sont au beau fixe. La recherche d'emploi aux États-Unis est de moins en moins problématique. Les PME prévoient de continuer à embaucher, mais rencontrent des difficultés croissantes pour pourvoir leurs postes. La main-d'œuvre qualifiée se fait rare. Le chômage qui subsiste est de plus en plus structurel. Rien d'étonnant donc à ce que le moral des consommateurs ait encore progressé. Les sondages montrent que les chercheurs d'emploi trouvent de plus en plus facilement leur bonheur (fig. 1). L'économie tourne à plein régime, alimentée en cela par les cadeaux fiscaux de Trump. Nous revoyons donc à la hausse nos prévisions de croissance pour 2018: elle sera selon nous comprise entre 2,5% et 3% du PIB. Les effets fiscaux touchent cependant à leur fin, et on devrait assister à un fléchissement conjoncturel en 2019.

UE: un tableau assombri par le Brexit et la situation en Italie

Dans la zone euro, les signaux conjoncturels restent au vert. Les indicateurs présagent toujours d'une solide expansion économique. Notre prévision de croissance du PIB de l'ordre de 2% pour 2018 demeure donc réaliste. Pourtant, malgré ce contexte satisfaisant, le moral laisse à désirer (fig. 2), et les considérations politiques n'y sont pas étrangères: la coalition italienne gauche/droite inquiète, tout comme le Brexit. La Grande-Bretagne et l'UE ne sont jusqu'à présent pas parvenues à s'entendre. Il semble exclu que l'UE accepte des compromis en matière de libre circulation des personnes et des services, car cela reviendrait à remettre en cause son intégrité à moyen terme.

Suisse: le PIB en forte hausse

L'économie suisse tourne à plein régime. Le PIB a sensiblement progressé au 2^e trimestre, notamment grâce au secteur manufacturier. Les prévisions pour 2018 ont donc été en partie revues à la hausse. Nous estimons nous aussi que l'économie helvétique va faire bien mieux que prévu. Une fourchette comprise entre 2,5 et 3%, à l'instar des États-Unis, paraît dorénavant réaliste. Le marché du travail et l'industrie fournissent des impulsions positives. L'indice des directeurs d'achat de l'industrie est nettement expansionniste (fig. 3), et les sous-indices des carnets de commandes et de la production sont très dynamiques.

Fig. 1: États-Unis – mesure de la difficulté à trouver un emploi

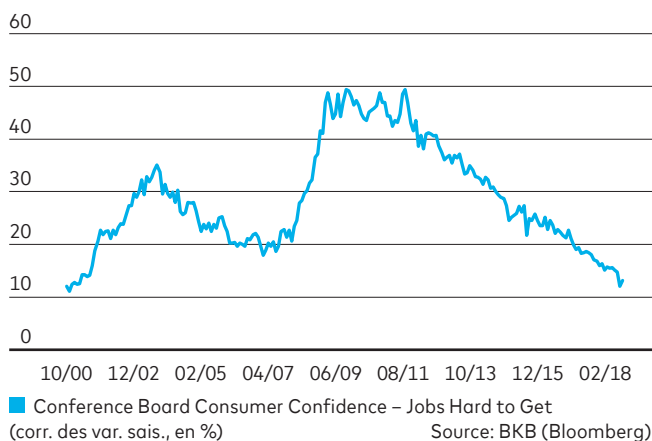


Fig. 2: zone euro – indicateurs de confiance

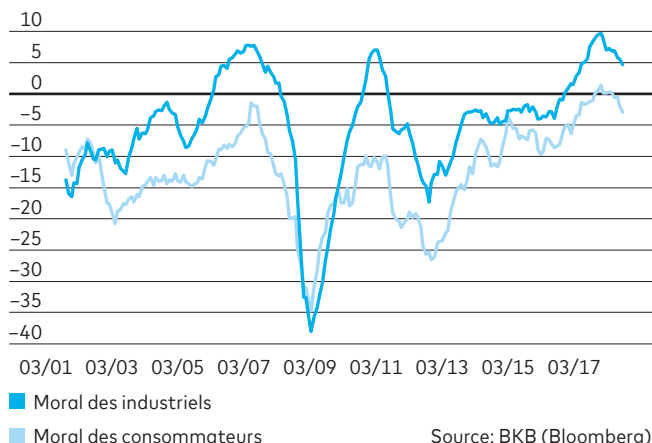
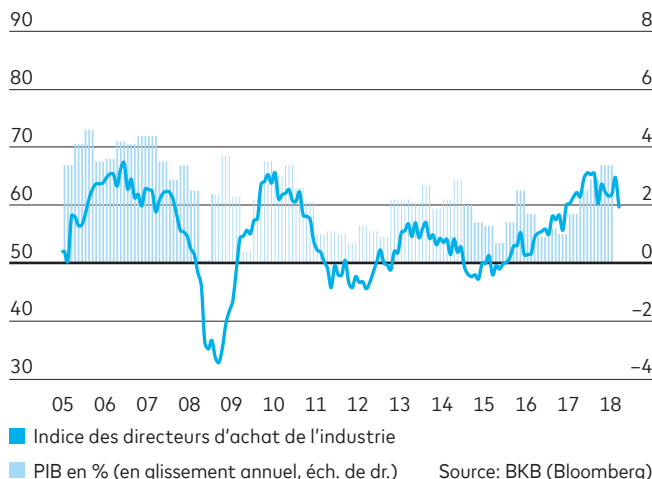


Fig. 3: indice suisse des directeurs d'achat



Taux d'intérêt, monnaies et marché immobilier

États-Unis: la Fed durcit encore sa politique monétaire

Comme prévu, la Réserve fédérale américaine a décidé en septembre de relever à nouveau son taux directeur de 25 points de base, le portant de 2,00 à 2,25%. C'est la troisième hausse de l'année et la huitième depuis décembre 2015. La Fed confirme ainsi son appréciation de la situation économique du pays. Au vu de la bonne santé conjoncturelle, de la robustesse du marché du travail et de l'inflation désormais proche de l'objectif visé, la Fed continuera de procéder à des hausses de taux modérées. Le marché anticipe déjà à 71% une prochaine intervention de la Fed le 19 décembre prochain, et trois autres relèvements sont attendus pour 2019 compte tenu des prévisions de taux des membres de la Fed (fig. 1).

Europe: la remontée des taux n'est toujours pas d'actualité

La Banque centrale européenne (BCE), pour sa part, maintient sa politique de taux historiquement bas. Elle estime que les taux directeurs resteront à leur niveau actuel au moins jusqu'à l'été 2019. Il ne devrait donc pas y avoir de relèvement avant l'automne 2019 au plus tôt. Par ailleurs, la BCE réduit dès ce mois d'octobre le volume de ses achats obligataires mensuels à 15 milliards d'euros. Elle compte y mettre fin d'ici la fin 2018. Le programme de rachat d'actifs lancé en mars 2015 en vue de soutenir la conjoncture aura représenté une enveloppe de 2500 milliards d'euros (état: août 2018).

Perspectives

Sur les marchés obligataires, les rendements des emprunts d'État à 10 ans des États-Unis, de l'Allemagne et de la Suisse ont ces dernières semaines évolué dans des fourchettes étroites. Le climat d'incertitude lié à la politique financière italienne et aux craintes croissantes d'une sortie chaotique de la Grande-Bretagne de l'UE devrait à court terme limiter la progression des rendements en Europe. Outre-Atlantique, la robustesse de la conjoncture et le processus de normalisation de la politique monétaire laissent présager une légère hausse des rendements en 2019.

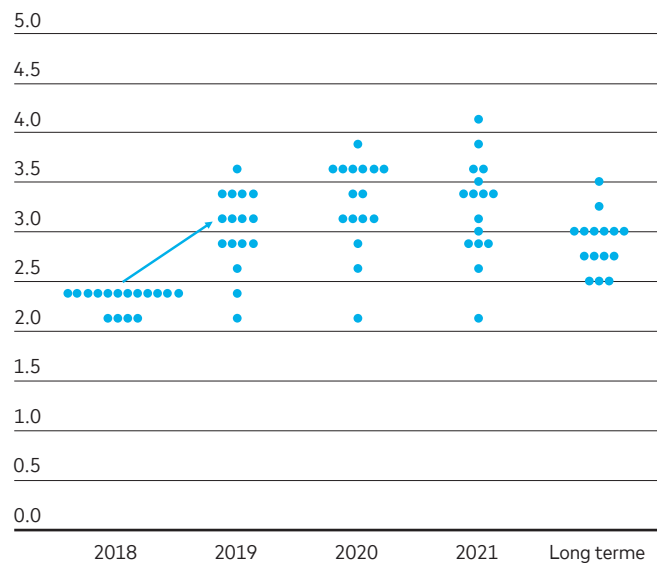
Marché suisse de l'immobilier

Le mois de septembre a vu les placements immobiliers quelque peu malmenés. Entre le début de l'année et la fin septembre, les fonds immobiliers ont affiché un repli de 4,4%. Les actions immobilières ont elles aussi cédé du terrain. Leur performance positive s'est érodée. Les placements immobiliers subissent notamment le rythme effréné et persistant des augmentations de capital ainsi que les lancements de fonds immobiliers. Cela se traduit par une redistribution partielle du capital (par ex. depuis des fonds publics associés à des agios élevés vers des fondations de placement). La légère hausse des taux des rendements suisses amor-

cée mi-août n'a sans doute pas non plus été bénéfique aux placements immobiliers, et la grande forme conjoncturelle helvétique laisse planer le risque d'une hausse inattendue et plus significative des rendements, qui serait préjudiciable au marché de l'immobilier à double titre: d'une part, les agios des fonds pourraient se retrouver sous pression; d'autre part, une nouvelle hausse à moyen terme du taux d'actualisation se traduirait par une baisse de la valorisation des biens immobiliers. Trois constats s'imposent: 1. Sur le marché du logement, le taux de vacance a augmenté. 2. En ce qui concerne les surfaces de bureaux, la conjoncture favorable devrait entraîner une certaine détente. 3. Sur le marché du logement en propriété, les prix continuent à grimper.

Nous maintenons notre pondération neutre autour de 5% sur le segment des placements immobiliers indirects, en partie en raison de l'attrait des rendements sur distribution.

Fig. 1: prévisions de taux des membres de la Fed



Source: Réserve fédérale américaine, BKB

Des écarts persistants en septembre

Les écarts se sont à nouveau creusés sur les marchés des actions. Dans les pays industrialisés, les actions ont consolidé leur avance de performance sur les pays émergents, malgré la course-poursuite engagée par ces derniers dans la deuxième quinzaine du mois. Depuis le début de l'année, l'écart en CHF s'établit à 13,2% (fig. 1). Les États-Unis, portés par leur conjoncture, les stimuli de la réforme fiscale et le niveau inespéré des augmentations de bénéfices, sont la locomotive des autres grands marchés occidentaux. Les actions américaines ont enregistré une hausse en CHF de 1,1% en septembre, et de 10,5% depuis le début de l'année. D'après le MSCI, les valeurs suisses ont obtenu des résultats similaires en septembre, mais leur performance lissée sur l'année est quasi nulle. Sur le plan sectoriel, la tendance s'est inversée en septembre: les titres énergétiques en difficulté en août ont bénéficié de la hausse du prix du pétrole; à l'inverse, les valeurs technologiques n'ont pas aussi bien tiré leur épingle du jeu que le marché global, ce qui ne les empêche pas d'afficher depuis le début de l'année une surperformance supérieure à 12%.

Des valorisations globalement justes

Sur les grands marchés des actions, les bénéfices et les prévisions en la matière ont connu une meilleure évolution que celle du prix des actions. Les ratios cours/bénéfice ont ainsi reculé, ce qui rend les valorisations plus favorables qu'en début d'année. Les principaux marchés se situent pour la plupart à un niveau proche de leur médiane historique (fig. 2). Ce sont toujours les États-Unis qui affichent l'écart le plus élevé par rapport à la médiane, avec un pourcentage à deux chiffres.

Stratégie de placement

Nous maintenons notre positionnement neutre, même si les fondamentaux parlent globalement en faveur d'une augmentation de la pondération en actions de notre portefeuille. Nous préférons rester prudents au vu des incertitudes politiques liées notamment au conflit commercial, au Brexit et à la situation en Italie.

Fig. 1: performance des actions depuis le début de l'année

Net Total Return en CHF

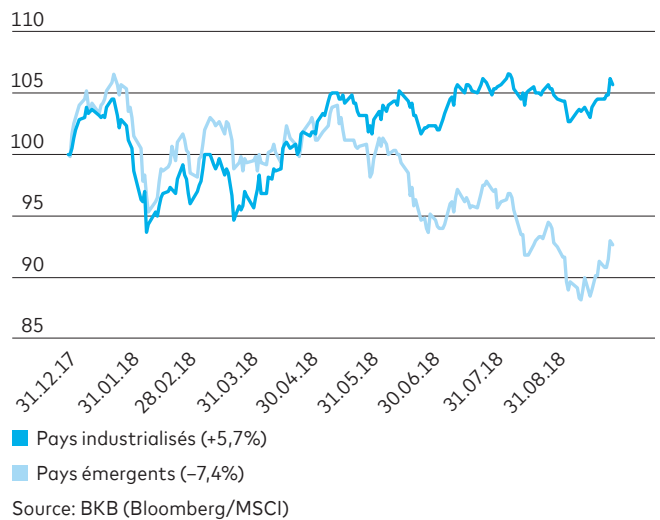
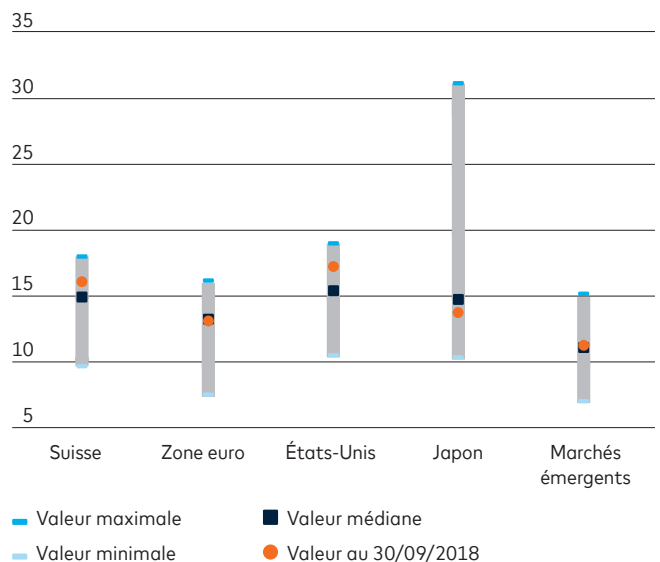


Fig. 2: évolution du ratio cours/bénéfice (attendu) en comparaison historique

Sur la base de l'historique des données depuis juin 2013



© 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.