

## Point sur l'environnement macro-économique

Aucun signe de consolidation réelle dans les indicateurs avancés en février aux US comme en Eurozone. Si le PIB US au 4T ressort à +1.9%, les ISM enregistrent une nouvelle avancée avec 57.7 pour le manufacturier (nouvelles commandes à 65.1 !) et avec 63.6 pour le non-manufacturier composante business ! La confiance des ménages se stabilise sur les plus hauts de 10 ans ! Dans ce contexte, les créations d'emplois restent soutenues (ISM emplois) et le taux de chômage est à 4.7%. Sur l'Eurozone et après un PIB 4T à +1.7%, les PMI affichent une dynamique incontestable avec des records de 6 ans pour le manufacturier (55.4) et les services (55.5). Si le redressement de la France est spectaculaire depuis 6 mois (+4 pt), l'accélération est partagée au sein de tous les grands pays et notamment l'Italie. Les indicateurs de confiance des consommateurs consolident néanmoins en février à -6.2 vs -4.8 mais ils restent largement au-dessus de leurs moyenne sur 25 ans à -12.6. Au final, la croissance devrait rester robuste au 1<sup>er</sup> semestre avec plus de 2% aux US et près de 2% en Eurozone. Nous pouvons ajouter que les émergents donnent des signaux comparables bien que le Brésil reste très faible et la Russie consolide.

Dans ce contexte macro très favorable actuellement, nous devons néanmoins souligner que la forte remontée de l'inflation aux US (2.5% vs 0.9% mi-2016) impacte lourdement les salaires réels (-0.4% vs +2.1%) et les revenus disponibles (+2% vs +2.9%). Avec un Core-CPI durablement au-delà de 2%, la consommation des ménages US pourra difficilement accélérer au-delà de +2.5% (en vol.) limitant le potentiel de progression du PIB. Au-delà des «erreurs» politiques probables (baisse de taxes, plan de relance...) dans cette phase de cycle, une dette/PIB > 100% et un déficit à 3% du PIB après 8 ans de croissance sont théoriquement pénalisant pour l'activité économique dans un contexte de remontée des taux de la Fed. Pour l'Eurozone, la situation sera moins pénalisante avec un Core-CPI toujours en dessous de 1% et un cycle moins avancé même si les aléas entourant les élections restent bien présents.

Mais surtout, février confirme un momentum bien meilleur des BNA de l'Eurostoxx avec de nouvelles révisions haussières sur 2017-18 avec près de +1 pt depuis 2 mois contrairement au S&P 500 avec près de -1 pt. Cette divergence est clairement positive pour les indices européens même si nous conservons à l'esprit que les annonces entourant la réforme fiscale US (baisse de l'IS avec ou sans Border Tax ) pourrait avoir un impact négatif sur les BNA de grands groupes européens avec une présence US forte mais une production locale réduite.

## Evolution des différentes classes d'actifs

Fort rebond des différentes classes d'actifs en février avec près de +3% sur l'Eurozone et le S&P 500 avec une baisse des taux LT.

Nous maintenons notre avis négatif sur le S&P 500 (2363) avec une valorisation actuelle trop élevée (PE forward 12m à 17.9x) qui intègre le scénario idéal d'une accélération de la croissance du PIB et des BNA sans remontée des taux LT. Il y aura soit moins de croissance soit des taux LT à 3% (2.4% aujourd'hui) voire plus si la reprise en Europe conduit à une nouvelle limitation du QE fin 2017

Si l'Eurostoxx (PE forward à 14,6x) a atteint notre objectif à 355, reconnaissons que la dynamique macro/micro est impressionnante et surtout que la sous-performance vs S&P demeure injustifiable si les élections n'amènent ni Mme Le Pen ni Mr Hamon en France.

## Contacts

**Bruno GODEFROY**

Directeur du Développement

+33 1 78 91 79 10

[b.godefroy@phgestion.com](mailto:b.godefroy@phgestion.com)

**Marc-Antoine LAFFONT**

Directeur de la Gestion

+33 1 78 91 79 05

[m.laffont@phgestion.com](mailto:m.laffont@phgestion.com)



## Variation des principales classes d'actifs au 28/02/2017

	Cours	MTD	3 mois	YTD	2016	2015	2014
<b>Taux Souverains</b>							
Taux 10A US	2.39	-6p	+1p	-5p	+18p	+10p	-87p
Taux 10A Allemagne	0.21	-24p	-7p	+0p	-43p	+9p	-141p
Taux 10A France	0.89	-15p	+14p	+20p	-31p	+16p	-155p
Taux 10A Italie	2.08	-19p	+10p	+27p	+23p	-27p	-225p
Taux 10A Espagne	1.54	-6p	-3p	+14p	-37p	+16p	-258p
iBoxx € Eurozone 1-3	172.1	+0.1%	+0.0%	-0.1%	+0.3%	+0.7%	+1.7%
iBoxx € Eurozone 3-5	205.1	+0.5%	+0.3%	-0.2%	+1.4%	+1.5%	+5.6%
iBoxx € Eurozone 5-7	235.8	+0.8%	+0.1%	-0.5%	+2.3%	+1.9%	+10.9%
<b>Taux Corporates</b>							
Taux US BBB+ 7-10 ans	3.92	-14p	-21p	-14p	-62p	+54p	-49p
Taux Europe BBB+ 7-10 ans	1.91	-21p	-16p	-3p	-68p	+56p	-154p
iBoxx € Corporates 1 - 3	193.2	+0.4%	+0.5%	+0.4%	+1.5%	+0.6%	+2.3%
iBoxx € Corporates 5 - 7	244.5	+1.4%	+1.5%	+0.8%	+5.4%	-0.6%	+10.1%
iBoxx €HY core cum cross 5-10 LC	127.1	+0.9%	+3.2%	+1.2%	+5.7%	-4.5%	+0.7%
<b>Actions</b>							
Eurostoxx 50 NR	6,529.1	+2.9%	+9.1%	+1.1%	+3.7%	+6.4%	+4.0%
Eurostoxx NR	665.5	+2.6%	+8.8%	+1.6%	+4.1%	+10.3%	+4.1%
Eurostoxx	355.3	+2.5%	+8.5%	+1.4%	+1.5%	+8.0%	+1.7%
Eurostoxx Small NR	400.0	+2.9%	+10.3%	+3.4%	+1.5%	+13.4%	+0.5%
S&P 500 Index Fixed	2,363.6	+3.7%	+7.5%	+5.6%	+9.5%	-0.7%	+11.4%
Nikkei 225	19,118.9	+0.4%	+0.4%	+0.0%	+0.4%	+9.1%	+7.1%
China Shanghai SE A	3,394.5	+2.6%	-0.3%	+4.5%	-12.3%	+9.3%	+53.1%
Bovespa (BR)	66,662.0	+3.1%	+7.7%	+10.7%	+38.9%	-13.3%	-2.9%
Russia RTS	1,099.5	-5.6%	+6.8%	-4.6%	+52.2%	-4.3%	-45.2%
<b>Métaux Précieux</b>							
Gold (NYM \$/ozt)	1,255.6	+3.5%	+6.6%	+9.6%	+8.1%	-12.1%	+0.1%
Silver (NYM \$/ozt)	1,029.5	+3.7%	+13.4%	+14.2%	+1.1%	-26.2%	-11.8%
<b>Matières 1ères</b>							
Crude Oil (NYM \$/bbl)	54.0	+2.3%	+9.2%	+0.5%	+45.0%	-30.5%	-45.9%
Brent Crude (IFEU \$/bbl)	56.5	+1.7%	+9.0%	-0.5%	+52.4%	-35.0%	-48.3%
Copper (LME Cash \$)	5,966.5	-0.3%	+2.6%	+8.0%	+17.4%	-26.1%	-13.7%
Aluminum (LME Cash)	1,636.0	+2.9%	+4.9%	+5.8%	-3.3%	-11.3%	+0.2%
Iron Ore 62% CN TSI	86.8	+5.5%	+20.1%	+8.8%	+101.5%	-42.6%	-49.2%
<b>Devises</b>							
EUR - USD	1.063	-1.7%	+0.4%	+0.7%	-3.4%	-10.3%	-12.0%
EUR - YEN	118.89	-2.3%	+0.0%	-3.4%	-6.5%	-9.8%	+0.4%
EUR - RMB	7.30	-1.8%	-0.1%	-0.4%	+3.5%	-7.1%	-8.9%
EUR - BRL	3.31	-2.8%	-8.4%	-3.7%	-21.4%	+32.7%	-0.2%
EUR - RUB	62.09	-4.4%	-9.5%	-3.6%	-19.4%	+20.5%	+47.7%
	Cours	MTD	3 mois	YTD	2016	2015	2014

**Notre seule inquiétude sur l'Eurostoxx est à chercher du côté de la surévaluation du S&P 500 !**