

## Point sur l'environnement macro-économique

La dynamique macro se poursuit au regard des indicateurs avancés même si une accélération franche de la croissance US au-delà de 2%/2.5% semble exclue. Si le PIB US au 4T16 ressort finalement à +2.1% vs +1.9% en 2<sup>nd</sup> estimation, nous anticipons toujours un PIB de l'ordre de +2% au 1<sup>er</sup> semestre dans une économie contrainte par la faiblesse du chômage et des conditions financières moins favorables. Les promesses de Mr Trump ont suscité beaucoup d'espoirs avec une confiance des ménages au plus haut et des ISM très élevés (>57). A contrario, la remontée de l'inflation pèse sur les revenus réels avec un salaire réel en recul depuis trois mois (a/a). Ajoutons à cela une équipe Trump confrontée à une réalité politique (Congrès et Sénat) peu conciliante et nous pourrions avoir des délais dans la mise en place d'une relance par les infrastructures et les baisses d'impôts. Nous jugeons cela plutôt positif dans cette phase du cycle où l'économie US doit d'abord réduire ses déséquilibres. A court terme, cela peut engendrer des tensions politiques et des déceptions.

Concernant l'Eurozone, la phase d'accélération s'intensifie avec des PMI aux plus hauts de six ans (56 !) et des indicateurs de confiance des ménages élevés. Nous constatons que cette reprise est très homogène puisqu'elle concerne aussi la France et l'Italie au-delà de l'Allemagne et de l'Espagne. En instantanée, la croissance de l'Eurozone pourrait dépasser 2% au 1<sup>er</sup> semestre. Sur les émergents et au regard des PMI, la Chine et la Russie consolident à de bons niveaux tandis que l'Inde réaccélère et que le Brésil se rapproche d'une sortie de crise.

Si la Fed a ouvert un nouveau front en envisageant une réduction de son bilan fin 2017, cela traduit surtout le chemin qu'il reste à faire vers la normalisation avec en ligne de mire des taux CT à plus de 2.5% et des taux 10a à près de 4%. Dans ce contexte, la valorisation des différentes classes d'actifs notamment l'obligataire et les Actions devra progressivement intégrer cette situation. A plus CT, la bonne orientation des BNA en Eurozone avec un momentum toujours positif (contrairement aux US !) dans un contexte de taux très bas reste un facteur de soutien essentiel aux marchés Actions. La seule ombre au tableau européen est à rechercher dans les élections françaises qui au-delà des présidentielles (2<sup>nd</sup> tour le 7 mai) devrait déboucher sur une absence de majorité à l'Assemblée (législative 2<sup>nd</sup> tour le 18 juin) avec une coalition en perspective et dans l'intervalle une certaine absence de visibilité.

## Evolution des différentes classes d'actifs

Longtemps attendu et rarement constaté, l'Eurostoxx surperforme le S&P 500 en mars avec +5.2 pt. Avec des PE forward 12m respectifs de 15,4x et 17,6x, le spread approche sa moyenne sur 20 ans à -2.2 pt vs -2 pt. Au regard des évolutions macro/micro des 2 zones, d'un effet de levier élevé sur les sociétés européennes et de taux plus bas, l'Eurozone pourrait retrouver un spread de PE de -1pt, déjà atteint en 2010, 2012 et 2015 soit une nouvelle surperformance de l'ordre de +7 pt vs le S&P 500 à BNA constant.

Néanmoins, notre avis reste négatif sur le S&P avec une valorisation trop élevée (prime de 18% du PE sur son historique 20 ans) qui intègre le scénario idéal d'une accélération de la croissance du PIB et des BNA sans remontée des taux LT. Si notre objectif à 355 sur l'Eurostoxx (374) est maintenant dépassé, la dynamique macro/micro reste impressionnante.

## Contacts

**Bruno GODEFROY**  
Directeur du Développement  
+33 1 78 91 79 10  
b.godefroy@phgestion.com

**Marc-Antoine LAFFONT**  
Directeur de la Gestion  
+33 1 78 91 79 05  
m.laffont@phgestion.com

PH PHILIPPE  
HOTTINGUER & Cie  
GESTION

## Variation des principales classes d'actifs au 31/03/2017

	Cours	MTD	3 mois	YTD	2016	2015	2014
<b>Taux Souverains</b>							
Taux 10A US	2.39	-1p	-6p	-6p	+18p	+10p	-87p
Taux 10A Allemagne	0.33	+12p	+12p	+12p	-43p	+9p	-141p
Taux 10A France	0.96	+7p	+27p	+27p	-31p	+16p	-155p
Taux 10A Italie	2.14	+5p	+32p	+32p	+23p	-27p	-225p
Taux 10A Espagne	1.64	+11p	+25p	+25p	-37p	+16p	-258p
iBoxx€ Eurozone 1-3	171.9	-0.1%	-0.3%	-0.3%	+0.3%	+0.7%	+1.7%
iBoxx€ Eurozone 3-5	204.5	-0.3%	-0.5%	-0.5%	+1.4%	+1.5%	+5.6%
iBoxx€ Eurozone 5-7	234.7	-0.5%	-1.0%	-1.0%	+2.3%	+1.9%	+10.9%
<b>Taux Corporates</b>							
Taux US BBB+ 7-10 ans	3.98	+7p	-8p	-8p	-62p	+54p	-49p
Taux Europe BBB+ 7-10 ans	1.96	+6p	+2p	+2p	-68p	+56p	-154p
iBoxx€ Corporates 1 - 3	192.8	-0.2%	+0.1%	+0.1%	+1.5%	+0.6%	+2.3%
iBoxx€ Corporates 5 - 7	243.4	-0.5%	+0.3%	+0.3%	+5.4%	-0.6%	+10.1%
iBoxx€HY core cum cross 5-10 LC	126.5	-0.5%	+0.7%	+0.7%	+5.7%	-4.5%	+0.7%
<b>Actions</b>							
Eurostoxx 50 NR	6,897.7	+5.6%	+6.8%	+6.8%	+3.7%	+6.4%	+4.0%
Eurostoxx NR	701.4	+5.4%	+7.1%	+7.1%	+4.1%	+10.3%	+4.1%
Eurostoxx	373.9	+5.2%	+6.7%	+6.7%	+1.5%	+8.0%	+1.7%
Eurostoxx Small NR	423.1	+5.8%	+9.3%	+9.3%	+1.5%	+13.4%	+0.5%
S&P 500 Index Fixed	2,362.7	-0.0%	+5.5%	+5.5%	+9.5%	-0.7%	+11.4%
Nikkei 225	18,909.2	-1.1%	-1.1%	-1.1%	+0.4%	+9.1%	+7.1%
China Shanghai SE A	3,374.7	-0.6%	+3.8%	+3.8%	-12.3%	+9.3%	+53.1%
Bovespa (BR)	64,984.0	-2.5%	+7.9%	+7.9%	+38.9%	-13.3%	-2.9%
Russia RTS	1,113.8	+1.3%	-3.3%	-3.3%	+52.2%	-4.3%	-45.2%
<b>Métaux Précieux</b>							
Gold (NYM \$/ozt)	1,244.9	-0.9%	+8.6%	+8.6%	+8.1%	-12.1%	+0.1%
Silver (NYM \$/ozt)	948.2	-7.9%	+5.2%	+5.2%	+1.1%	-26.2%	-11.8%
<b>Matières 1ères</b>							
Crude Oil (NYM \$/bbl)	50.6	-6.3%	-5.8%	-5.8%	+45.0%	-30.5%	-45.9%
Brent Crude (IFEU \$/bbl)	53.5	-5.3%	-5.8%	-5.8%	+52.4%	-35.0%	-48.3%
Copper (LME Cash \$)	5,816.0	-2.5%	+5.3%	+5.3%	+17.4%	-26.1%	-13.7%
Aluminum (LME Cash)	1,694.8	+3.6%	+9.6%	+9.6%	-3.3%	-11.3%	+0.2%
Iron Ore 62% CN TSI	74.2	-14.5%	-6.9%	-6.9%	+101.5%	-42.6%	-49.2%
<b>Devises</b>							
€UR - USD	1,070	+0.7%	+1.4%	+1.4%	-3.4%	-10.3%	-12.0%
€UR - YEN	119.18	+0.2%	-3.1%	-3.1%	-6.5%	-9.8%	+0.4%
€UR - RMB	7.37	+1.0%	+0.6%	+0.6%	+3.5%	-7.1%	-8.9%
€UR - BRL	3.40	+2.7%	-1.1%	-1.1%	-21.4%	+32.7%	-0.2%
€UR - RUB	60.26	-3.0%	-6.4%	-6.4%	-19.4%	+20.5%	+47.7%
	Cours	MTD	3 mois	YTD	2016	2015	2014

**Au-delà des élections françaises, la dynamique macro/micro de l'Eurozone reste impressionnante**