

## Point sur l'environnement macro-économique

Au-delà d'une élection française qui lève quelques incertitudes à CT, l'économie mondiale reste inscrite dans une séquence globalement favorable. Si les US ont déçu avec un PIB 1T17 (1<sup>ère</sup> est) à +0.7%, la faiblesse de la consommation des ménages (+0.3%) n'a aucune raison de perdurer alors que la confiance reste au plus haut et le chômage au plus bas (4.4%) dans un contexte de très fort désendettement des ménages depuis 10 ans. Il semble donc que les US devraient bien afficher une croissance dépassant légèrement 2% en 2017 soit un niveau assez proche de nos attentes initiales (2.3%). Enfin, la confrontation de Trump à la réalité du pouvoir, avec comme résultante de faibles marges de manœuvre, lève progressivement le risque d'une relance économique à contre-cycle qui serait déstabilisante pour le budget, l'inflation et les taux LT US.

Concernant l'Eurozone, les mois se succèdent et se ressemblent avec de nouveaux indicateurs favorables. Les PMI progressent encore pour dépasser 56 (!) avec un redémarrage qui touche clairement les pays les plus fragiles comme la France (PMI > 55) et l'Italie (> 56) alors que la confiance des consommateurs fait preuve d'un dynamisme intact. La hausse du PIB au 1T17 (1<sup>ère</sup> est) avec +1.8% ne déçoit pas malgré la faiblesse enregistrée en France (+1%). Il semblerait que l'Eurozone puisse se rapprocher de +2% en 2017 vs +1.7% initialement envisagé avec une normalisation de la France à +1.5% et de l'Italie à +1% vs +1.8% en All. et +2.9% en Espagne. Contrairement aux US, l'économie européenne reste portée par un rattrapage purement cyclique moins dépendante des réformes à CT.

Dans ce contexte plutôt favorable, soulignons tout de même quelques signaux de vigilance avec le recul généralisé des mat. 1ères depuis mi-avril (-5% à -7%), une baisse des taux LT US (-30 pb) et des indicateurs avancés médiocres en Chine. Nous estimons, à ce stade, que cela traduit de moindres attentes entourant Trump et la croissance US plutôt que les prémices d'un retournement macro généralisé.

Enfin, concernant les BNA, les publications très satisfaisantes du 1T entretiennent le momentum positif initié mi-2016 sur l'Eurostoxx tout en interrompant les révisions négatives sur le S&P 500. S'il est rare d'avoir un comportement aussi positif des BNA, nous constatons que la lecture du 1T est très difficile avec le décalage des vacances de Pâques et une très forte variation des jours ouvrés (+2 à +3 j. au 1T17).

## Evolution des différentes classes d'actifs

Après +5.2 pt de surperformance en mars, l'Eurostoxx affiche encore +1.1 pt vs S&P 500 en avril ramenant sa valorisation relative (PE forward 12m) sur sa norme historique avec un écart de -2 pt. de PE. Si nous n'excluons pas que ce spread se réduise encore compte tenu de la dynamique de l'Eurozone vs US, les niveaux de valorisation atteints sur le S&P 500 (PE de 17,6x soit une prime de +18% sur la moyenne 20 ans) laisse peu de place à une hausse des taux LT ou à une moindre croissance.

Si nous ajoutons, la nouvelle hausse de l'Eurostoxx début mai (+2.6% à 391 vs +0.6% pour le S&P à 2399) dans un contexte de nouvelle faiblesse des mat. 1ères (-3% à 5%), la dynamique entourant les Actions mériterait une pause après un mouvement de reprise (+22%) ininterrompu depuis mi-décembre en Europe.

## Contacts

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

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

PH PHILIPPE  
HOTTINGUER & Cie  
GESTION

## Variation des principales classes d'actifs au 28/04/2017

|                                | Cours    | MTD   | 3 mois | YTD    | 2016    | 2015   | 2014   |
|--------------------------------|----------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|
| <b>Taux Souverains</b>         |          |       |        |        |         |        |        |
| Taux 10A US                    | 2.28     | -11p  | -18p   | -16p   | +18p    | +10p   | -87p   |
| Taux 10A Allemagne             | 0.32     | -1p   | -12p   | +12p   | -43p    | +9p    | -141p  |
| Taux 10A France                | 0.84     | -12p  | -20p   | +15p   | -31p    | +16p   | -155p  |
| Taux 10A Italie                | 2.28     | +14p  | +1p    | +46p   | +23p    | -27p   | -225p  |
| Taux 10A Espagne               | 1.63     | -1p   | +4p    | +24p   | -37p    | +16p   | -258p  |
| iBxx€ Eurozone 1-3             | 172.0    | +0.1% | +0.1%  | -0.2%  | +0.3%   | +0.7%  | +1.7%  |
| iBxx€ Eurozone 3-5             | 205.1    | +0.3% | +0.4%  | -0.3%  | +1.4%   | +1.5%  | +5.6%  |
| iBxx€ Eurozone 5-7             | 235.9    | +0.5% | +0.8%  | -0.5%  | +2.3%   | +1.9%  | +10.9% |
| <b>Taux Corporates</b>         |          |       |        |        |         |        |        |
| Taux US BBB+ 7-10 ans          | 3.84     | -15p  | -22p   | -22p   | -62p    | +54p   | -49p   |
| Taux Europe BBB+ 7-10 ans      | 1.87     | -10p  | -25p   | -8p    | -68p    | +56p   | -154p  |
| iBxx€ Corporates 1 - 3         | 193.0    | +0.1% | +0.3%  | +0.3%  | +1.5%   | +0.6%  | +2.3%  |
| iBxx€ Corporates 5 - 7         | 244.5    | +0.5% | +1.4%  | +0.8%  | +5.4%   | -0.6%  | +10.1% |
| iBxx€HY core cum cross 5-10 LC | 127.5    | +0.9% | +1.3%  | +1.6%  | +5.7%   | -4.5%  | +0.7%  |
| <b>Actions</b>                 |          |       |        |        |         |        |        |
| Eurostoxx 50 NR                | 7,033.1  | +2.0% | +10.8% | +8.9%  | +3.7%   | +6.4%  | +4.0%  |
| Eurostoxx NR                   | 717.8    | +2.3% | +10.7% | +9.6%  | +4.1%   | +10.3% | +4.1%  |
| Eurostoxx                      | 381.4    | +2.0% | +10.0% | +8.9%  | +1.5%   | +8.0%  | +1.7%  |
| Eurostoxx Small NR             | 437.2    | +3.3% | +12.5% | +13.0% | +1.5%   | +13.4% | +0.5%  |
| S&P 500 Index Fixed            | 2,384.2  | +0.9% | +4.6%  | +6.5%  | +9.5%   | -0.7%  | +11.4% |
| Nikkei 225                     | 19,196.7 | +1.5% | +0.8%  | +0.4%  | +0.4%   | +9.1%  | +7.1%  |
| China Shanghai SE A            | 3,303.4  | -2.1% | -0.1%  | +1.7%  | -12.3%  | +9.3%  | +53.1% |
| Bovespa (BR)                   | 65,403.0 | +0.6% | +1.1%  | +8.6%  | +38.9%  | -13.3% | -2.9%  |
| Russia RTS                     | 1,114.4  | +0.1% | -4.3%  | -3.3%  | +52.2%  | -4.3%  | -45.2% |
| <b>Métaux Précieux</b>         |          |       |        |        |         |        |        |
| Gold (NYM\$/ozt)               | 1,266.5  | +1.7% | +4.4%  | +10.5% | +8.1%   | -12.1% | +0.1%  |
| Silver (NYM\$/ozt)             | 946.3    | -0.2% | -4.7%  | +5.0%  | +1.1%   | -26.2% | -11.8% |
| <b>Matières 1ères</b>          |          |       |        |        |         |        |        |
| Crude Oil (NYM\$/bbl)          | 49.3     | -2.5% | -6.6%  | -8.2%  | +45.0%  | -30.5% | -45.9% |
| Brent Crude (IFEU\$/bbl)       | 52.1     | -2.8% | -6.4%  | -8.4%  | +52.4%  | -35.0% | -48.3% |
| Copper (LME Cash \$)           | 5,710.5  | -1.8% | -4.6%  | +3.4%  | +17.4%  | -26.1% | -13.7% |
| Aluminum (LME Cash)            | 1,697.0  | +0.1% | +6.8%  | +9.8%  | -3.3%   | -11.3% | +0.2%  |
| Iron Ore 62% CN TSI            | 67.0     | -9.7% | -18.5% | -16.0% | +101.5% | -42.6% | -49.2% |
| <b>Devises</b>                 |          |       |        |        |         |        |        |
| EUR - USD                      | 1.089    | +1.8% | +1.7%  | +3.2%  | -3.4%   | -10.3% | -12.0% |
| EUR - YEN                      | 121.39   | +1.9% | -1.5%  | -1.3%  | -6.5%   | -9.8%  | +0.4%  |
| EUR - RMB                      | 7.51     | +1.9% | +2.0%  | +2.5%  | +3.5%   | -7.1%  | -8.9%  |
| EUR - BRL                      | 3.48     | +2.6% | +3.2%  | +1.5%  | -21.4%  | +32.7% | -0.2%  |
| EUR - RUB                      | 62.06    | +3.0% | -2.7%  | -3.6%  | -19.4%  | +20.5% | +47.7% |
|                                | Cours    | MTD   | 3 mois | YTD    | 2016    | 2015   | 2014   |

**Les indices Actions européens ont bien pris en compte la forte amélioration des fondamentaux européens**