

Point sur l'environnement macro-économique

Les indicateurs avancés pointent toujours sur une croissance économique très soutenue aux US comme en Eurozone. Le PIB US pourrait dépasser nos attentes au 4T17 et 1T18 (+2.5% et +2.3%) emmené par une consommation et des investissements Entreprises meilleurs qu'escomptés. L'annonce d'une réforme fiscale très favorable aux entreprises dans un contexte de grande confiance en l'avenir (ISM et consommateurs) et de croissance mondiale synchronisée laisse augurer d'une économie très robuste. Pour l'Eurozone, les PMI et la confiance des ménages proches de records historiques relativisent finalement nos attentes de croissance déjà optimistes avec près de +2.5% pour le 4T17 et 1T18. Si le Japon et les B.R.I.C. apparaissaient plus hétérogènes il y a encore quelques mois, ils affichent depuis peu une réaccélération. Par conséquent, bien que le contexte macro extrêmement favorable soit largement visible, le consensus est toujours trop prudent dans ses attentes de croissance.

Néanmoins, cet emballement macro ne doit pas faire oublier quelques points de tensions potentielles. La hausse des mat. 1ères et du baril (+20% sur 1 an) est à surveiller. La faiblesse du chômage (4%) dans certains pays (US, Allemagne, Pays-Bas...) pourrait induire des tensions salariales. Mais surtout, la vigueur de la croissance mondiale synchronisée souligne un peu plus l'incohérence du niveau des taux. Comment justifier de taux réels à 0 aux US après 8 ans de croissance ? La réforme fiscale va se traduire par un accroissement du double déficit US avec un déficit budgétaire porté à 4.5% vs 3.5% et une dette publique qui reprendra le chemin de la hausse (105% aujourd'hui). Nous constatons aussi le retour d'un endettement excessif dans les entreprises US qui accroîtront leur sensibilité à toute remontée de taux. Au final, comme nous le décrivions lors de la présentation de notre scénario mi-décembre, l'accélération de la croissance liée à la réforme fiscale accroît la dépendance des économies aux politiques monétaires. La fin du QE de la BCE (4T2018 ?) et/ou une remise en cause du QE au Japon et/ou une accélération de la remontée des taux CT de la Fed provoqueront des tensions fortes sur les taux LT.

Dans l'intervalle, l'orientation des BNA 2018-19 du S&P 500 est particulièrement dynamique avec des révisions substantielles sur 3 mois (+1.3 pt/+2 pt) vs (-0.6 pt / -0.6 pt) pour l'Eurostoxx ! Si nous avons sous-estimé cet élément lié à la réforme fiscale pour les US, il semble aussi que son impact n'a pas été intégré sur l'Eurostoxx avec une forte présence des grandes capitalisations aux US (20% à 30% du CA pour un impact sur les BNA de +2 pt/+3 pt).

Evolution des différentes classes d'actifs

Une fois encore le S&P 500 surperforme largement l'Eurostoxx en décembre avec +1% vs -1.7% portant la performance YTD à +22.2% vs +9.2%. Soulignons néanmoins qu'en \$, la performance 2017 des deux indices est similaire avec près de +23% !

Si la valorisation atteinte par le S&P (PE forward 12m à 18.3x) est problématique en cas de remontée de taux (2S18 ?), elle traduit la dynamique macro et micro exacerbée par la réforme fiscale et la faiblesse des taux. Dans ce contexte, l'Eurostoxx (385) offre un potentiel réel et nous confirmons notre objectif à 410/420. Une meilleure orientation des BNA et un €/ \$ de retour vers 1.15 déclencherait la surperformance tant attendue de l'Eurostoxx qui affiche une décote de PE rare avec -3.4 pt (14.9x vs 18.3x).

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 29/12/2017

	Cours	MTD	3 mois	YTD	2016	2015
Taux Souverains						
Taux 10A US	2.41	-1p	+8p	-4p	+18p	+10p
Taux 10A Allemagne	0.43	+6p	-4p	+22p	-43p	+9p
Taux 10A France	0.78	+9p	+3p	+9p	-31p	+16p
Taux 10A Italie	1.98	+25p	-13p	+17p	+23p	-27p
Taux 10A Espagne	1.54	+9p	-7p	+14p	-37p	+16p
iBoxx € Eurozone 1-3	171.8	-0.2%	-0.1%	-0.3%	+0.3%	+0.7%
iBoxx € Eurozone 3-5	205.6	-0.5%	-0.1%	+0.0%	+1.4%	+1.5%
iBoxx € Eurozone 5-7	238.2	-0.6%	+0.3%	+0.5%	+2.3%	+1.9%
Taux Corporates						
Taux US BBB+ 7-10 ans	3.70	-5p	+2p	-35p	-62p	+54p
Taux Europe BBB+ 7-10 ans	1.74	+7p	-7p	-21p	-68p	+56p
iBoxx € Corporates 1 - 3	193.6	-0.1%	-0.0%	+0.6%	+1.5%	+0.6%
iBoxx € Corporates 5 - 7	249.2	-0.3%	+0.7%	+2.8%	+5.4%	-0.6%
iBoxx €HY core cum cross 5-10 LC	129.0	-0.6%	-0.2%	+2.7%	+5.7%	-4.5%
Actions						
Eurostoxx50 NR	7,048.5	-1.7%	-2.3%	+9.2%	+3.7%	+6.4%
Eurostoxx NR	737.3	-1.0%	-0.7%	+12.6%	+4.1%	+10.3%
Eurostoxx	385.5	-1.1%	-0.9%	+10.1%	+1.5%	+8.0%
Eurostoxx Small NR	472.7	+1.1%	+0.9%	+22.2%	+1.5%	+13.4%
S&P 500 Index Fixed	2,673.6	+1.0%	+6.1%	+19.4%	+9.5%	-0.7%
Nikkei 225	22,764.9	+0.2%	+11.8%	+19.1%	+0.4%	+9.1%
China Shanghai SE A	3,463.5	-0.3%	-1.2%	+6.6%	-12.3%	+9.3%
Bovespa (BR)	76,402.0	+6.2%	+2.8%	+26.9%	+38.9%	-13.3%
Russia RTS	1,154.4	+2.0%	+1.6%	+0.2%	+52.2%	-4.3%
Métaux Précieux						
Gold (NYM \$/ozt)	1,291.0	+0.8%	+0.6%	+12.7%	+8.1%	-12.1%
Silver (NYM \$/ozt)	934.2	-0.8%	+2.6%	+3.6%	+1.1%	-26.2%
Matières 1ères						
Crude Oil (NYM \$/bbl)	60.4	+5.3%	+16.9%	+12.5%	+45.0%	-30.5%
Brent Crude (IFEU \$/bbl)	66.9	+6.8%	+17.7%	+17.7%	+52.4%	-35.0%
Copper (LME Cash \$)	7,157.2	+5.9%	+11.3%	+29.6%	+17.4%	-26.1%
Aluminum (LME Cash)	1,835.0	-1.6%	+3.1%	+18.7%	-3.3%	-11.3%
Iron Ore 62% CN TSI	71.3	+4.6%	+17.6%	-10.6%	+101.5%	-42.6%
Devises						
EUR - US\$	1.201	+0.7%	+1.6%	+13.8%	-3.4%	-10.3%
EUR - YEN	135.27	+1.4%	+1.7%	+10.0%	-6.5%	-9.8%
EUR - RMB	7.82	-0.8%	-0.4%	+6.7%	+3.5%	-7.1%
EUR - BRL	3.98	+2.2%	+6.5%	+16.0%	-2.14%	+32.7%
EUR - RUB	69.13	-0.7%	+1.6%	+7.4%	-19.4%	+20.5%
	Cours	MTD	3 mois	YTD	2016	2015

Vers une surperformance de l'Eurostoxx dans un contexte de risques grandissants et de croissance exceptionnelle