

Point sur l'environnement macro-économique

Les dernières publications de PIB pour 2017 confirment des niveaux de croissance exceptionnelle au 2S avec près de +3% aux US et +2.6% en Eurozone (+2.4% en France, +2.8% en Esp, +2.7% en All...) dans un contexte de quasi-euphorie des indicateurs avancés de confiance des entreprises et des consommateurs.

Trois mois plus tard, les US affichent toujours des ISM très élevés avec 59.3 pour le manufacturier (61.9 pour les nouvelles commandes) et 58.8 pour le non-manufacturier alors que la confiance des consommateurs reste à des quasi plus hauts de 18 ans. Difficile de remettre en cause le scénario d'une hausse du PIB de +2.5%/+3% en 2018. Pour l'Eurozone, la situation semble moins claire alors que les PMI reculent de 3 pt à 56.6 pour le manufacturier et de 1.7 pt pour les services à 54.9. Ce mouvement est assez généralisé avec l'All, la France, l'Esp ou l'Italie. A contrario, la confiance des consommateurs est plutôt stable depuis 3 mois à des quasi plus hauts de 17 ans. A ce stade, il semble que la conjoncture en Eurozone reste très favorable même si la hausse continue de l'€ est pénalisante. Si les PMI ralentissent, leurs niveaux actuels valident toujours une croissance proche de +2%/+ 2.5% pour 2018.

Il apparaît donc que si l'économie mondiale a certainement atteint un pic de croissance fin 2017, nous ne percevons pas de retournement préoccupant début 2018. La faiblesse des taux réels et le dynamisme de l'emploi sont toujours des soutiens forts. Les postures légitimes de l'administration Trump pour rééquilibrer le commerce mondial sont de nature à inquiéter mais personne n'a vraiment intérêt à une escalade qui compromettrait la croissance. Les facteurs vraiment dangereux dans cette phase du cycle demeurent la politique fiscale et budgétaire des US avec en ligne de mire un déficit qui atteindrait près de 5 pt de PIB ! Une aberration entretenant trop de croissance et potentiellement trop d'inflation (salaires et mat. 1ères). Tensions sur le LIBOR et faiblesse continue du \$/€ sont symptomatiques alors que l'écart de taux atteint des plus hauts (+2.8 pt sur le 2 ans). Une remise en cause de la crédibilité de la signature US ou une poussée inflationniste demeurent les éléments potentiellement déclencheurs de cette fin de cycle.

En terme de BNA et avant publications du 1T18, nous constatons toujours un excellent comportement pour le S&P avec des révisions de +7.5 pt sur 3 mois pour afficher une croissance 2018-19 de +18.8%/+10.5% liée à la réforme fiscale, à la croissance économique et à la faiblesse du \$. A contrario, les BNA de l'Eurostoxx avec des révisions de -0.5 pt sur 3 mois et une croissance de +7.5%/+10% font un peu pâle figure. Le 1T sera compliqué avec des bases de comparaisons (1T18/1T17) très défavorables (€/\$, un à deux jours ouvrés de moins et climat pluvieux et froid).

Evolution des différentes classes d'actifs

Un moindre momentum macro et un contexte de tensions commerciales impactent les actifs risqués en mars avec -2.2% pour l'Eurostoxx, -2.7% pour le S&P, -3.9% sur le cuivre et -16% sur le fer. A contrario, les tensions sur les taux s'infléchissent avec une baisse généralisée sur le 10 ans aux US comme en Eurozone.

La correction des indices US avec un S&P proche de 2640 pour un PE forward 12m revenu à 16,4x vs 18,3x fin 2017 permet à l'indice de revenir à une valorisation plus en phase avec le niveau de taux LT (2.8%). Sans poussée sur les taux et sans crainte sur les déficits US, la valorisation du S&P est rassurante. Pour l'Eurostoxx (PE à 14,3x), les risques sur les publications du 1T18 et une moindre dynamique macro semblent très largement intégrés.

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 29/03/2018

	Cours	MTD	3 mois	YTD	2017	2016
Taux Souverains						
Taux 10A US	2.74	-13p	+33p	+33p	-4p	+18p
Taux 10A Allemagne	0.50	-16p	+7p	+7p	+22p	-43p
Taux 10A France	0.72	-20p	-6p	-6p	+9p	-31p
Taux 10A Italie	1.80	-18p	-19p	-19p	+17p	+23p
Taux 10A Espagne	1.17	-37p	-37p	-37p	+14p	-37p
iBoxx € Eurozone 1-3	171.9	+0.1%	+0.0%	+0.0%	-0.3%	+0.3%
iBoxx € Eurozone 3-5	206.4	+0.6%	+0.4%	+0.4%	+0.0%	+1.4%
iBoxx € Eurozone 5-7	239.7	+1.1%	+0.6%	+0.6%	+0.5%	+2.3%
Taux Corporates						
Taux US BBB+ 7-10 ans	4.22	+3p	+52p	+52p	-35p	-62p
Taux Europe BBB+ 7-10 ans	1.87	+2p	+13p	+13p	-21p	-68p
iBoxx € Corporates 1 - 3	193.6	-0.1%	+0.0%	+0.0%	+0.6%	+1.5%
iBoxx € Corporates 5 - 7	248.1	-0.1%	-0.4%	-0.4%	+2.8%	+5.4%
iBoxx€HY core cum cross 5-10 LC	126.2	-0.6%	-2.1%	-2.1%	+2.7%	+5.7%
Actions						
Eurostoxx 50 NR	6 780.6	-2.2%	-3.8%	-3.8%	+9.2%	+3.7%
Eurostoxx NR	717.0	-2.1%	-2.8%	-2.8%	+12.6%	+4.1%
Eurostoxx	374.0	-2.2%	-3.0%	-3.0%	+10.1%	+1.5%
Eurostoxx Small NR	461.8	-2.5%	-2.3%	-2.3%	+22.2%	+1.5%
S&P 500 Index Fixed	2 640.9	-2.7%	-1.2%	-1.2%	+19.4%	+9.5%
Nikkei 225	21 159.0	-4.1%	-7.1%	-7.1%	+19.1%	+0.4%
China Shanghai SE A	3 310.0	-3.0%	-4.4%	-4.4%	+6.6%	-12.3%
Bovespa (BR)	85 365.5	+0.0%	+11.7%	+11.7%	+26.9%	+38.9%
Russia RTS	1 247.0	-3.0%	+8.0%	+8.0%	+0.2%	+52.2%
Métaux Précieux						
Gold (NYM \$/ozt)	1 323.9	+0.5%	+2.5%	+2.5%	+12.7%	+8.1%
Silver (NYM \$/ozt)	927.3	-6.0%	-0.7%	-0.7%	+3.6%	+1.1%
Matières 1ères						
Crude Oil (NYM \$/bbl)	64.9	+5.4%	+7.5%	+7.5%	+12.5%	+45.0%
Brent Crude (IFEU \$/bbl)	69.3	+7.1%	+3.7%	+3.7%	+17.7%	+52.4%
Copper (LME Cash \$)	6 684.2	-3.9%	-6.6%	-6.6%	+29.6%	+17.4%
Aluminum (LME Cash)	1 814.8	-0.6%	-1.1%	-1.1%	+18.7%	-3.3%
Iron Ore 62% CN TSI	64.9	-15.9%	-9.0%	-9.0%	-10.6%	+101.5%
Devises						
€UR - US\$	1.230	+0.8%	+2.4%	+2.4%	+13.8%	-3.4%
€UR - YEN	130.79	+0.5%	-3.3%	-3.3%	+10.0%	-6.5%
€UR - RMB	7.74	+0.2%	-1.0%	-1.0%	+6.7%	+3.5%
€UR - BRL	4.09	+3.2%	+2.6%	+2.6%	+16.0%	-21.4%
€UR - RUB	70.72	+3.0%	+2.3%	+2.3%	+7.4%	-19.4%
	Cours	MTD	3 mois	YTD	2017	2016

Ne pas surestimer la moindre dynamique macro et micro en Europe au regard de la valorisation de l'Eurostoxx