

Point sur l'environnement macro-économique

Les mois se suivent et se ressemblent à la fois sur le front économique mais aussi politique. Les dernières publications macro aux US avec un PIB au 2T à 4.2% malgré un impact stock de -1.2 pt (!) confirment toujours une dynamique intacte. Le très fort rebond de l'ISM manufacturier en août à 61.3 (plus haut depuis 2004 !) avec une composante nouvelles commandes à 65.1 et emplois à 58.5. L'ISM non-manufacturier n'est pas en reste avec 58.5 en août (+2.8 pt) tandis que la confiance des consommateurs est toujours proche de ses plus hauts de 20 ans. Dans ce contexte, les tensions sur les salaires se matérialisent (+3.4%, un plus haut de 8 ans !) et, avec un Core-CPI à 2.4%, la poursuite du relèvement de taux par la Fed est donc amplement justifiée.

Sur l'Eurozone, le 2T reste dans la lignée du 1T avec un PIB à +1.5% (t/t annualisé) avec l'Allemagne à +1.8%, l'Espagne à +2.4% mais la France à +0.6% et l'Italie à +0.7%. Si la zone souffre de la hausse de l'€/€ et du Brent depuis 1 an, la demande intérieure reste soutenue par les créations d'emplois et les hausses de salaires. La confiance des ménages fléchit en août à -1.9 vs -0.5 mais elle reste très élevée et elle justifie un rebond probable de la consommation. Les PMI se maintiennent à un haut niveau, en phase avec une croissance proche de 2%. Si nous avons révisé nos attentes de PIB pour 2018 à +1.9%, nous confirmons un rebond de la croissance au 2nd semestre vers +1.8% après +1.5% au 1^{er} semestre. Ce scénario se base aussi sur un apaisement des tensions commerciales avec les US, une stabilisation du Brent vers 75\$ et un €/€ proche de 1.15. Ajoutons à cela que le contexte italien aura aussi son importance sur le moral des agents économiques de l'Eurozone et sur les taux.

Si nous estimons que la situation économique est toujours favorable, il est certain que des signaux de retournement macro existent. Les plus regardés concernent les tensions dans de nombreux pays émergents (Argentine, Brésil, Turquie, Russie...), la baisse des cours des métaux et une visibilité limitée en Chine. Nous ajouterons que la communication de Mr Trump n'aide pas à entretenir la confiance hors US et la pression mise sur l'Iran pourrait provoquer un nouveau choc pétrolier. Au-delà de ces éléments politiques, c'est d'abord l'évolution de la politique monétaire de la Fed (hausse des taux et Quantitative Tightening) qui impacte la stabilité des pays émergents. Ce retrait de liquidité devient massif et la dynamique macro US n'incite pas à le ralentir. En d'autres termes, une croissance US trop forte et trop déséquilibrée (déficits budgétaire et commercial) n'est pas sans conséquence sur le reste du monde. Si elle soutient l'activité, elle engendre aussi des tensions. Un rééquilibrage avec un peu moins de croissance aux US et un peu plus ailleurs serait souhaitable à ce stade du cycle afin de contenir le plus longtemps possible toute hausse brutale des taux LT US (2.85%) vers un niveau normatif proche de 4%.

Evolution des différentes classes d'actifs

Le fort rebond des indices européens Actions en juillet n'aura pas tenu avec -2.7% pour l'Eurostoxx en août. L'écart avec le S&P 500 (+3%) permet à l'Eurozone de retrouver un niveau de décote (-3 pt de PE !) proche des plus hauts de 2017 et 2011 avec des PE (forward 12m) respectifs de 13.9x et 16.9x.

Une détente des craintes sur l'Italie, une amélioration de la croissance du PIB au 2^{ème} semestre et l'absence de révisions à la baisse de BNA devraient permettre à l'Eurostoxx de combler une partie de cette décote pour revenir vers sa norme historique soit -2 pt de PE et implicitement une surperformance de +7% vs S&P.

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



Variation des principales classes d'actifs au 31/08/2018

	Cours	MTD	3 mois	YTD	2017	2016
Taux Souverains						
Taux 10A US	2.85	-12p	+1p	+42p	-4p	+18p
Taux 10A Allemagne	0.33	-11p	-0p	-9p	+22p	-43p
Taux 10A France	0.69	-5p	+1p	-7p	+8p	-31p
Taux 10A Italie	3.22	+47p	+20p	+124p	+17p	+23p
Taux 10A Espagne	1.47	+6p	-11p	-6p	+14p	-37p
iBoxx € Eurozone 1-3	170.6	-0.3%	+0.2%	-0.7%	-0.3%	+0.3%
iBoxx € Eurozone 3-5	203.1	-0.6%	+0.3%	-1.2%	+0.0%	+1.4%
iBoxx € Eurozone 5-7	235.0	-0.8%	+0.3%	-1.4%	+0.5%	+2.3%
Taux Corporates						
Taux US BBB+ 7-10 ans	4.49	-3p	+2p	+79p	-35p	-62p
Taux Europe BBB+ 7-10 ans	2.16	+6p	+4p	+42p	-21p	-68p
iBoxx € Corporates 1 - 3	193.8	+0.0%	+0.1%	+0.1%	+0.6%	+1.5%
iBoxx € Corporates 5 - 7	248.4	+0.0%	+0.5%	-0.3%	+2.8%	+5.4%
iBoxx€HY core cum cross 5-10 LC	125.0	-0.1%	+0.6%	-3.1%	+2.7%	+5.7%
Actions						
Eurostoxx 50 NR	6,984.8	-3.7%	-1.1%	-0.9%	+9.2%	+3.7%
Eurostoxx NR	741.0	-2.6%	-0.7%	+0.5%	+12.6%	+4.1%
Eurostoxx	379.4	-2.7%	-1.0%	-1.6%	+10.1%	+1.5%
Eurostoxx Small NR	470.0	+0.1%	+1.2%	-0.6%	+22.2%	+1.5%
S&P 500 Index Fixed	2,901.5	+3.0%	+6.5%	+8.5%	+19.4%	+9.5%
Nikkei 225	22,865.1	+1.4%	+3.8%	+0.4%	+19.1%	+0.4%
China Shanghai SE A	2,853.9	-5.3%	-10.4%	-17.6%	+6.6%	-12.3%
Bovespa (BR)	76,677.5	-3.2%	-0.1%	+0.4%	+26.9%	+38.9%
Russia RTS	1,092.3	-6.9%	-6.1%	-5.4%	+0.2%	+52.2%
Métaux Précieux						
Gold (NYM \$/ozt)	1,202.5	-1.5%	-7.6%	-6.9%	+12.7%	+8.1%
Silver (NYM \$/ozt)	785.9	-6.5%	-13.3%	-15.9%	+3.6%	+1.1%
Matières 1ères						
Crude Oil (NYM \$/bbl)	69.8	+1.5%	+2.3%	+15.5%	+12.5%	+45.0%
Brent Crude (IFEU \$/bbl)	77.6	+4.6%	-0.1%	+16.1%	+17.7%	+52.4%
Copper (LME Cash \$)	6,018.5	-3.1%	-11.6%	-15.9%	+29.6%	+17.4%
Aluminum (LME Cash)	1,600.0	-9.9%	-11.1%	-12.8%	+18.7%	-3.3%
Iron Ore 62% CN TSI	67.2	-0.8%	+4.5%	-5.8%	-10.6%	+101.5%
Devises						
EUR - USD	1.164	-0.6%	-0.3%	-3.1%	+13.8%	-3.4%
EUR - YEN	129.01	-1.5%	+1.7%	-4.6%	+10.0%	-6.5%
EUR - RMB	7.95	-0.5%	+6.3%	+1.6%	+6.7%	+3.5%
EUR - BRL	4.79	+9.1%	+10.3%	+20.3%	+16.0%	-21.4%
EUR - RUB	78.37	+7.3%	+7.7%	+13.4%	+7.4%	-19.4%
	Cours	MTD	3 mois	YTD	2017	2016

L'Eurostoxx retrouve un niveau de décote vs S&P proche de ses plus hauts : difficilement justifiable