

Point sur l'environnement macro-économique

Si nous évoluons dans un contexte toujours anxiogène, quelques éléments nouveaux sont apparus récemment. Sur le front de la guerre commerciale, le conflit US-Chine s'apaise légèrement mais il est toujours difficile d'anticiper une issue. Si la pression est retombée sur l'Eurozone, il ne fait pas de doute que le thème reviendra rapidement. Concernant le Brexit, la visibilité est nulle mais l'hypothèse d'un accord ou d'un décalage du 29 mars nous semble la plus probable afin de tout faire pour éviter un hard Brexit. Concernant l'Italie, le rapprochement avec la Commission est réel bien que la problématique politique à LT demeure intacte. Mais surtout, un nouveau front est apparu avec la France et un mouvement social inédit dont les conséquences économiques restent incertaines. Néanmoins, dans cette liste toujours trop longue qui pénalise la croissance et la confiance, nous ajouterons 3 éléments favorables : 1) l'effondrement du pétrole qui favorisera la consommation en Eurozone, 2) un discours de la Fed beaucoup plus dovish qui rappelle toute sa réactivité potentielle en cas de besoin et 3) des 1ers signaux d'amélioration de la confiance des entreprises dans les B.R.I.C.

Au regard des indicateurs avancés, les US affichent toujours une dynamique exceptionnelle (ISM, consommateur...) et rien ne peut justifier un ralentissement majeur avant 2020-21. La croissance va s'affaiblir après +2.9% en 2018 mais son rythme ne devrait pas être bien éloigné de +2.5% pour les 6/9 prochains mois. La situation en Eurozone est plus complexe mais la zone cumule depuis 6 mois une conjonction exceptionnelle de facteurs négatifs (Brexit, Trump, Italie, WLTP, France, pétrole...). Si la dynamique de croissance a évolué de +2.5% à moins de +1% en 12 mois, les hausses de salaires, la consommation et une confiance correcte doivent permettre de résister pour afficher une croissance proche du potentiel à +1.5%. Les attentes pour 2019 resteront volatiles (PIB entre +1% et +2%) avant que certains sujets présentés ci-dessus ne trouvent leur conclusion.

Dans ce contexte, les BNA 2018-19-20 attendus sur le S&P 500 et l'Eurostoxx reflètent bien les tendances récentes avec une résistance confirmée aux US (absence de révisions depuis 2 mois) et un décrochage en Eurozone (-2.5 à -3 pt). Si les croissances attendues pour 2019-20 sont limitées avec +9% à +10%, des risques de révisions baissières subsistent sur l'Eurostoxx en fonction de l'évolution du contexte politique.

Evolution des différentes classes d'actifs

Si la baisse des actifs risqués a été limitée en novembre, le mouvement d'aversion aux risques s'est amplifié début décembre. Au regard de notre scénario de ralentissement mesuré aux US pour 2019, la valorisation du S&P 500 (2 631) avec un PE forward 12m proche de 15x apparaît trop faible dans un contexte de taux LT < 3%. La tension sur les spreads Corporate (>2 pt) pourrait même redonner de l'intérêt aux obligations Corporate US même en cas de remontée des taux souverains.

Sur l'Eurostoxx (331 début décembre) avec un PE à 12.2x, les primes de risque retrouvent leurs plus hauts depuis 2012 aussi bien face aux taux souverains que Corporate. Sans nier une visibilité réduite, la sanction apparaît vraiment sévère alors que la croissance du PIB pourrait se stabiliser à son potentiel (+1.5%).

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 30/11/2018

	Cours	MTD	3 mois	YTD	2017	2016
Taux Souverains						
Taux 10A US	3.01	-14p	+16p	+58p	-4p	+18p
Taux 10A Allemagne	0.31	-8p	-2p	-11p	+22p	-43p
Taux 10A France	0.68	-8p	-1p	-9p	+8p	-31p
Taux 10A Italie	3.21	-21p	-1p	+123p	+17p	+23p
Taux 10A Espagne	1.50	-5p	+3p	-3p	+14p	-37p
iBoxx € Eurozone 1-3	171.3	+0.2%	+0.4%	-0.3%	-0.3%	+0.3%
iBoxx € Eurozone 3-5	204.5	+0.5%	+0.7%	-0.6%	+0.0%	+1.4%
iBoxx € Eurozone 5-7	236.6	+0.7%	+0.7%	-0.7%	+0.5%	+2.3%
Taux Corporates						
Taux US BBB+ 7-10 ans	4.97	+12p	+48p	+127p	-35p	-62p
Taux Europe BBB+ 7-10 ans	2.43	+12p	+27p	+70p	-21p	-68p
iBoxx € Corporates 1 - 3	193.1	-0.3%	-0.3%	-0.2%	+0.6%	+1.5%
iBoxx € Corporates 5 - 7	245.3	-0.7%	-1.3%	-1.6%	+2.8%	+5.4%
iBoxx €HY core cum cross 5-10 LC	120.0	-2.4%	-4.0%	-7.0%	+2.7%	+5.7%
Actions						
Eurostoxx 50 NR	6,546.4	-0.7%	-6.3%	-7.1%	+9.2%	+3.7%
Eurostoxx NR	682.9	-1.1%	-7.9%	-7.4%	+12.6%	+4.1%
Eurostoxx	349.0	-1.2%	-8.0%	-9.5%	+10.1%	+1.5%
Eurostoxx Small NR	431.5	-0.5%	-8.2%	-8.7%	+22.2%	+1.5%
S&P 500 Index Fixed	2,760.2	+1.8%	-4.9%	+3.2%	+19.4%	+9.5%
Nikkei 225	22,351.0	+2.0%	-2.2%	-1.8%	+19.1%	+0.4%
China Shanghai SE A	2,710.2	-0.6%	-5.0%	-21.7%	+6.6%	-12.3%
Bovespa (BR)	89,504.0	+2.4%	+16.7%	+17.1%	+26.9%	+38.9%
Russia RTS	1,126.1	-0.0%	+3.1%	-2.5%	+0.2%	+52.2%
Métaux Précieux						
Gold (NYM \$/ozt)	1,217.6	+0.2%	+1.3%	-5.7%	+12.7%	+8.1%
Silver (NYM \$/ozt)	798.0	-4.9%	+1.5%	-14.6%	+3.6%	+1.1%
Matières 1ères						
Crude Oil (NYM \$/bbl)	50.9	-22.0%	-27.0%	-15.7%	+12.5%	+45.0%
Brent Crude (IFEU \$/bbl)	59.5	-20.8%	-23.4%	-11.1%	+17.7%	+52.4%
Copper (LME Cash \$)	6,237.5	+3.3%	+3.6%	-12.8%	+29.6%	+17.4%
Aluminum (LME Cash)	1,395.0	-2.8%	-12.8%	-24.0%	+18.7%	-3.3%
Iron Ore 62% CN TSI	64.8	-10.5%	-3.6%	-9.1%	-10.6%	+101.5%
Devises						
EUR - US\$	1.133	-2.4%	-3.2%	-5.6%	+13.8%	-3.4%
EUR - YEN	127.87	-3.1%	-2.4%	-5.5%	+10.0%	-6.5%
EUR - RMB	7.90	-1.1%	-1.1%	+1.1%	+6.7%	+3.5%
EUR - BRL	4.21	-9.3%	-4.2%	+5.7%	+16.0%	-21.4%
EUR - RUB	74.49	-2.1%	+2.0%	+7.7%	+7.4%	-19.4%
	Cours	MTD	3 mois	YTD	2017	2016

En dépit des incertitudes élevées, les actifs risqués sont attractifs (S&P 500, Eurostoxx et Corporate US)