

## Point sur l'environnement macro-économique

Le contexte anxiogène (conflits commerciaux, Brexit, Italie, Gilets Jaunes...) aura eu raison de la confiance des entreprises avec des indicateurs avancés (ISM et PMI) accentuant leur recul. La forte baisse des marchés Actions et notamment US en décembre n'a fait qu'accroître un sentiment de défiance et de ralentissement envers la croissance économique alors que la Fed n'a rien arrangé entre nouvelle hausse de taux et ambiguïté pour 2019.

Aux US, la principale surprise est venue de la très forte baisse de l'ISM manufacturier à 54.1 vs 59,3 avec un ISM nouvelles commandes à 51.1 vs 62.1 ! A contrario, l'ISM non-manufacturier limite son recul à 57.6 vs 60.7, les créations d'emplois rebondissent fortement à 301 M, les salaires progressent de plus de 3% et la confiance des consommateurs est toujours proche de ses plus hauts. Il semble donc que les entreprises soient déstabilisées par «l'ambiance» imposée par Trump (conflit avec la Chine, tensions permanentes, shutdown...) mais que la croissance restera soutenue (+2.5%) par la consommation (salaires et emplois). Il est néanmoins nécessaire que la visibilité s'améliore rapidement sur la Chine et le shutdown afin que les craintes du monde industriel – et la forte baisse des marchés Actions - ne se transmettent pas à l'économie réelle (emplois, effet richesse et consommation).

En Eurozone, la situation se tend avec une nouvelle baisse des PMI ramenés à près de 51 après 12 mois de décélération quasiment ininterrompue ! La situation en France avec des PMI < 50 et en Allemagne (PMI à 52) se détériore avec l'impact respectif des Gilets Jaunes pour l'un, des tensions commerciales et des conséquences du WLTP pour l'autre. Bien que toujours élevée, la confiance des consommateurs recule en décembre à un plus bas de 21 mois emportée par l'effondrement enregistré en France (plus bas de 3 ans) mais avec une très bonne résistance en Allemagne. La croissance du PIB au 4T ne manquera pas de décevoir avec la France, l'All. et l'Italie proche de 0 mais il nous semble tout de même que ce trimestre marquera le point bas de la croissance. Sans attendre un rebond spectaculaire en 2019, la non-reconduction d'éléments «exceptionnels» comme les Gilets Jaunes ou le WLTP, dans un contexte de hausse de salaires, de baisse du pétrole et de moindre austérité budgétaire (All, France et Italie), devrait permettre de sauvegarder un rythme de croissance de +1.5%. Les évolutions entourant le Brexit et les conflits commerciaux US-Chine et US-Europe seront déterminants dans le redémarrage attendu.

## Evolution des différentes classes d'actifs

Décembre est le 1<sup>er</sup> mois de 2018 caractéristique d'un mouvement de «flight to quality» avec une forte baisse des taux 10a US (-33 pb), des marchés Actions (-9%) et une hausse de l'or (+5%). Si ce mouvement intègre les nouvelles craintes sur la croissance US, il montre aussi une certaine exagération alors que la 1<sup>ère</sup> économie mondiale n'affiche pas de risque de récession pour 2019.

Les primes de risque imposées sur le S&P (PE de 14.4x) par rapport aux taux souverains (4.2 pt) et Corporate (2.1 pt) sont disproportionnées si nous excluons toute récession. La situation sur l'Eurostoxx (PE de 12.1x) est différente avec des primes de risque (5.9 pt et 7.3 pt) à un quasi plus haut depuis 2011 et qui intègrent donc déjà une récession de type 2012-13. Si nous ne nous pas que le momentum reste compliqué (macro et micro), le niveau des indices Actions ne l'ignore pas !

## 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 31/12/2018

	Cours	MTD	3 mois	YTD	2017	2016
<b>Taux Souverains</b>						
Taux 10A US	2.68	-33p	-37p	+25p	-4p	+18p
Taux 10A Allemagne	0.24	-7p	-23p	-19p	+22p	-43p
Taux 10A France	0.71	+3p	-10p	-6p	+8p	-31p
Taux 10A Italie	2.75	-46p	-43p	+76p	+17p	+23p
Taux 10A Espagne	1.42	-9p	-9p	-12p	+14p	-37p
iBoxx € Eurozone 1-3	171.7	+0.3%	+0.6%	-0.1%	-0.3%	+0.3%
iBoxx € Eurozone 3-5	205.9	+0.7%	+1.3%	+0.1%	+0.0%	+1.4%
iBoxx € Eurozone 5-7	238.6	+0.8%	+1.6%	+0.1%	+0.5%	+2.3%
<b>Taux Corporates</b>						
Taux US BBB+ 7-10 ans	4.84	-14p	+26p	+113p	-35p	-62p
Taux Europe BBB+ 7-10 ans	2.40	-3p	+18p	+66p	-21p	-68p
iBoxx € Corporates 1 - 3	193.1	+0.0%	-0.3%	-0.2%	+0.6%	+1.5%
iBoxx € Corporates 5 - 7	245.6	+0.1%	-0.8%	-1.5%	+2.8%	+5.4%
iBoxx€HY core cum cross 5-10 LC	118.8	-1.0%	-5.0%	-7.9%	+2.7%	+5.7%
<b>Actions</b>						
Eurostoxx 50 NR	6,200.9	-5.3%	-11.5%	-12.0%	+9.2%	+3.7%
Eurostoxx NR	643.5	-5.8%	-13.0%	-12.7%	+12.6%	+4.1%
Eurostoxx	328.5	-5.9%	-13.2%	-14.8%	+10.1%	+1.5%
Eurostoxx Small NR	410.4	-4.9%	-11.7%	-13.2%	+22.2%	+1.5%
S&P 500 Index Fixed	2,506.9	-9.2%	-14.0%	-6.2%	+19.4%	+9.5%
Nikkei 225	20,014.7	-10.5%	-17.0%	-12.1%	+19.1%	+0.4%
China Shanghai SE A	2,611.4	-3.6%	-11.6%	-24.6%	+6.6%	-12.3%
Bovespa (BR)	87,887.2	-1.8%	+10.8%	+15.0%	+26.9%	+38.9%
Russia RTS	1,068.7	-5.1%	-10.3%	-7.4%	+0.2%	+52.2%
<b>Métaux Précieux</b>						
Gold (NYM \$/ozt)	1,279.0	+5.0%	+7.7%	-0.9%	+12.7%	+8.1%
Silver (NYM \$/ozt)	795.9	-0.3%	-2.8%	-14.8%	+3.6%	+1.1%
<b>Matières 1ères</b>						
Crude Oil (NYM \$/bbl)	45.3	-11.0%	-38.1%	-25.0%	+12.5%	+45.0%
Brent Crude (IFEU \$/bbl)	53.8	-9.5%	-35.0%	-19.5%	+17.7%	+52.4%
Copper (LME Cash \$)	5,964.5	-4.4%	-3.5%	-16.7%	+29.6%	+17.4%
Aluminum (LME Cash)	1,405.0	+0.7%	+3.3%	-23.4%	+18.7%	-3.3%
Iron Ore 62% CN TSI	69.2	+6.8%	+0.7%	-2.9%	-10.6%	+101.5%
<b>Devises</b>						
EUR - US\$	1.143	+1.0%	-1.6%	-4.8%	+13.8%	-3.4%
EUR - YEN	125.42	-2.4%	-4.9%	-7.3%	+10.0%	-6.5%
EUR - RMB	7.85	-0.2%	-1.8%	+0.4%	+6.7%	+3.5%
EUR - BRL	4.43	+1.0%	-4.5%	+11.2%	+16.0%	-21.4%
EUR - RUB	79.30	+4.6%	+4.2%	+14.7%	+7.4%	-19.4%
	Cours	MTD	3 mois	YTD	2017	2016

## Les indices Actions via leurs primes de risque anticipent l'affaiblissement du momentum macro et micro