

Point sur l'environnement macro-économique

Depuis l'annonce de la découverte du 1^{er} vaccin mi-novembre, les éléments validant une forte reprise cyclique se mettent en place. La généralisation de la vaccination est le point de départ de toute reprise économique et dans ce schéma, le couple US-UK devrait avoir près de 2 mois d'avance sur l'Europe.

L'ensemble des indicateurs macro pointe vers cette forte reprise. Les ISM aux US atteignent des niveaux exceptionnels (64,7 pour le manufacturier dont 68 pour les nouvelles commandes et 63,7 pour les Services dont 69,4 pour la production) annonçant d'une très forte croissance. Si le niveau atteint par la confiance des consommateurs est moins exceptionnel, le rebond de près de 20 pt sur le seul mois de mars est unique. Par conséquent, en ajoutant des stocks toujours très bas dans l'ensemble de l'économie, le PIB US devrait dépasser celui de fin 2019 dès le 2T21.

Si l'Eurozone rencontre quelques difficultés dans son retour à la normale avec une campagne de vaccination qui ne devrait libérer l'économie qu'en juin/juillet (vs avril/mai aux US), certains indicateurs avancés «s'emballent» littéralement. Le PMI manufacturier ressort à 62,5 au plus haut historique ! Même confronté à l'absence de tourisme et à de nombreux confinements, le PMI des Services rebondit de 4 pt à 49,6. Tout aussi positif, la confiance des consommateurs repasse au-dessus de sa moyenne historique avec une forte progression en mars. Notons que ces éléments concernent l'ensemble des grands pays de l'Eurozone même si l'Allemagne est un peu en avance et l'Espagne plutôt en retard.

Au final, si l'économie mondiale ne doit pas décevoir pour le reste de 2021, il sera nécessaire de suivre les conséquences d'une reprise trop forte avec en ligne de mire un dérapage des taux LT, une surchauffe des mat. 1ères et une modification des priorités de la Fed avec une remise en cause du duo QE/taux nul. Aux US, la concomitance d'un rattrapage cyclique, de plans de relance démesurés, de déficits publics hors norme, d'une fiscalité au plus bas et d'une politique monétaire ultra-expansionniste ne peut être éternelle. Certains de ces éléments devront être ajustés dans un avenir assez proche et Mr Biden a d'ailleurs annoncé que cela commencera sûrement par une hausse significative de l'IS.

Evolution des différentes classes d'actifs

Si la fête s'est poursuivie sur les marchés Actions en mars avec une forte hausse (+4% à +8%), les taux LT US progressent encore (+28 pb à 1,74%). Le cumul hausse des taux et forte hausse du S&P provoque un abaissement très prononcé de la prime de risque (2,8 pt vs 3,6 pt en moyenne sur 20 ans). Même en comparaison des taux Corporate, la prime de risque du S&P n'affiche plus de décote. A contrario, avec les révisions de BNA à la hausse et une croissance des BNA attendues à +26% en 2021/+15% en 2022, le très élevé PE forward 12m. (22x) du S&P baisse rapidement. A cours constant, ce PE reviendrait à 19,5x fin 2021 soit -2,5 pt mais il serait toujours très au-dessus de sa moyenne des 20 dernières années de 15,3x.

S'il est difficile d'émettre un quelconque message de prudence dans un contexte de forte reprise macro, la valorisation très élevée des marchés Actions fait que la remise en cause de tout élément positif même de faible importance se traduira par une correction rapide.

Contacts

Bruno GODEFROY
Directeur du Développement
+33 1 78 91 79 10
b.godefroy@phgestion.com

Marc-Antoine LAFFONT
Président
Responsable 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 31/03/2021

| | Cours | MTD | 3 mois | YTD | 2020 | 2019 |
|---------------------------------|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Taux Souverains | | | | | | |
| Taux 10A US | 1,74 | +28p | +82p | +82p | -100p | -77p |
| Taux 10A Allemagne | -0,30 | -4p | +28p | +28p | -39p | -43p |
| Taux 10A France | -0,05 | -4p | +29p | +29p | -46p | -59p |
| Taux 10A Italie | 0,66 | -12p | +12p | +12p | -87p | -133p |
| Taux 10A Espagne | 0,33 | -10p | +29p | +29p | -43p | -94p |
| iBoxx € Eurozone 1-3 | 171,8 | +0,1% | -0,2% | -0,2% | +0,0% | +0,3% |
| iBoxx € Eurozone 3-5 | 211,6 | +0,3% | -0,4% | -0,4% | +1,3% | +1,9% |
| iBoxx € Eurozone 5-7 | 253,5 | +0,5% | -0,8% | -0,8% | +2,8% | +4,2% |
| Taux Corporates | | | | | | |
| Taux US BBB+ 7-10 ans | 2,82 | +30p | +74p | +74p | -118p | -157p |
| Taux Europe BBB+ 7-10 ans | 0,90 | -1p | +18p | +18p | -51p | -117p |
| iBoxx € Corporates 1 - 3 | 197,3 | +0,1% | +0,1% | +0,1% | +0,7% | +1,4% |
| iBoxx € Corporates 5 - 7 | 270,6 | +0,3% | -0,5% | -0,5% | +2,9% | +7,7% |
| iBoxx€HY core cum cross 5-10 LC | 128,4 | -0,1% | +0,3% | +0,3% | -0,8% | +8,6% |
| Actions | | | | | | |
| Eurostoxx 50 NR | 8 515,1 | +7,9% | +10,7% | +10,7% | -3,2% | +28,2% |
| Eurostoxx NR | 886,3 | +6,6% | +8,9% | +8,9% | +0,2% | +26,1% |
| Eurostoxx | 432,1 | +6,5% | +8,7% | +8,7% | -1,6% | +23,0% |
| Eurostoxx Small NR | 605,7 | +4,3% | +8,0% | +8,0% | +8,3% | +26,2% |
| S&P 500 Index Fixed | 3 972,9 | +4,2% | +5,8% | +5,8% | +16,3% | +28,9% |
| Nikkei 225 | 29 178,8 | +0,7% | +6,3% | +6,3% | +16,0% | +18,2% |
| China Shanghai SE A | 3 607,7 | -1,9% | -0,9% | -0,9% | +13,9% | +22,4% |
| Bovespa (BR) | 116 633,0 | +6,0% | -2,0% | -2,0% | +2,9% | +31,6% |
| Russia RTS | 1 477,1 | +4,6% | +6,5% | +6,5% | -10,4% | +44,9% |
| Métaux Précieux | | | | | | |
| Gold (NYM\$/ozt) | 1 691,1 | -3,0% | -10,4% | -10,4% | +24,6% | +18,4% |
| Silver (NYM\$/ozt) | 1 188,5 | +0,4% | +10,5% | +10,5% | +10,7% | +22,1% |
| Matières 1ères | | | | | | |
| Crude Oil (NYM\$/bbl) | 59,2 | -3,8% | +21,9% | +21,9% | -20,5% | +34,5% |
| Brent Crude (IFEU\$/bbl) | 63,5 | -3,5% | +24,1% | +24,1% | -24,4% | +34,0% |
| Copper (LME Cash \$) | 8 850,7 | -3,5% | +14,2% | +14,2% | +25,9% | +3,2% |
| Aluminum (LME Cash) | 2 212,5 | +0,5% | +11,9% | +11,9% | +9,9% | -3,7% |
| Iron Ore 62% CN TSI | 166,9 | -3,4% | +7,1% | +7,1% | +70,3% | +32,3% |
| Devises | | | | | | |
| EUR - USD | 1,175 | -3,2% | -3,9% | -3,9% | +9,0% | -1,8% |
| EUR - YEN | 129,87 | +0,4% | +2,8% | +2,8% | +3,6% | -2,7% |
| EUR - RMB | 7,70 | -1,7% | -3,7% | -3,7% | +2,3% | -0,4% |
| EUR - BRL | 6,63 | -2,0% | +4,4% | +4,4% | +40,7% | +1,9% |
| EUR - RUB | 88,76 | -1,9% | -1,9% | -1,9% | +29,8% | -12,1% |
| | Cours | MTD | 3 mois | YTD | 2020 | 2019 |

Au-delà de 4 000 pts, le S&P 500 ne laisse aucune place aux doutes et aux déceptions