

Point sur l'environnement macro-économique

Près de 6 mois après la découverte du 1^{er} vaccin, la reprise économique mondiale est robuste mais tout de même disparate. Si nous observons les PMI, la reprise industrielle et manufacturière est assez homogène à travers le monde avec une expansion accrue par les phénomènes de restockage liés à cette crise si particulière. A contrario, les activités de services sont généralement moins mondialisées et finalement plus dépendantes des situations sanitaires locales.

Dans ce contexte, nous constatons que l'Asie avec la Chine et le Japon reste à la traîne avec des PMI plus limités qu'aux US et en Europe; deux zones qui tirent la dynamique mondiale d'autant qu'ils sont plutôt agressifs sur les moyens mis en œuvre pour redémarrer. A ce jeu-là, les US peuvent irriguer une grande partie de l'économie mondiale avec la mobilisation de plans de relance historiques (4 000 Md\$), la poursuite de déficits publics (>15%) sans précédent et une politique monétaire (QE et taux à 0%) toujours digne d'une situation de crise exacerbée.

Le dynamisme et le rattrapage post-Covid génèrent déjà des tensions sur les mat. 1ères avec une hausse généralisée et des questionnements quant à la capacité des consommateurs à absorber cela à M/LT. Les US, en avance de quelques mois sur l'Eurozone dans la reprise, ont affiché un core-CPI à 3% en avril. Le consensus est unanime pour expliquer que ce phénomène est transitoire avec des effets de base défavorables. Nous devons néanmoins être attentifs car reconnaissons que la conjugaison du restockage, de plans de relance démesurés, d'un fort taux d'épargne et d'une politique monétaire ultra-expansionniste sont de nature à créer des excès et donc une inflation potentiellement élevée. Toute déception sur ce front entraînerait une remise en cause précipitée de la politique de la Fed qui provoquerait une forte remontée des taux LT après leur consolidation à près de 1,5% depuis quelques mois.

Sur le front micro, la séquence récente est exceptionnelle avec des révisions de BNA 2021-22 rarement rencontrées. Sur le S&P, les BNA 2021-22 ont été révisés en hausse de +7,6%/+4,5% depuis fin mars et +13,6%/+8,6% en YTD. Sur l'Eurostoxx, les révisions sont respectivement de +6,3%/+2,9% et +11,4%/+6,2%. Si nous prenons le BNA attendu en 2022 comme référence, il est quasiment équivalent aujourd'hui à celui de fev-2020 pour le S&P (210\$) tandis qu'il est en retrait de 10% sur l'Eurostoxx. La crise du Covid est donc bientôt effacée.

Evolution des différentes classes d'actifs

La valorisation des marchés Actions est toujours atypique. Si les PE forward 12m. du S&P (21,4x) et de l'Eurostoxx (18,1x) affichent une prime de l'ordre de +35%/+40% sur leur médiane 20 ans, la force des révisions de BNA et la croissance 2021-22 de ces derniers font que les PE baissent rapidement. A titre d'illustration fin 2021 et hors nouvelles révisions, les PE forward 12m seront de 20x et 16,7x soit une prime abaissée de +40% à +30%.

Néanmoins, il faut vraiment une dynamique de révisions de BNA à la hausse soutenue et un niveau de taux LT très bas pour justifier d'une prime qui serait encore de +30% fin 2021. La hausse des mat. 1ères qui impacterait les BNA à la baisse et/ou la remontée des taux LT pourraient peser dans les prochains mois sur la valorisation des indices au-delà de l'euphorie actuelle post-déconfinement.

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 31/05/2021

	Cours	MTD	3 mois	YTD	2020	2019
Taux Souverains						
Taux 10A US	1,58	-5p	+12p	+67p	-100p	-77p
Taux 10A Allemagne	-0,17	+4p	+9p	+41p	-39p	-43p
Taux 10A France	0,19	+3p	+20p	+53p	-46p	-59p
Taux 10A Italie	0,92	+1p	+14p	+37p	-87p	-133p
Taux 10A Espagne	0,48	-0p	+5p	+44p	-43p	-94p
iBoxx € Eurozone 1-3	171,6	-0,0%	-0,0%	-0,4%	+0,0%	+0,3%
iBoxx € Eurozone 3-5	211,0	-0,0%	-0,0%	-0,7%	+1,3%	+1,9%
iBoxx € Eurozone 5-7	252,1	-0,0%	-0,1%	-1,4%	+2,8%	+4,2%
Taux Corporates						
Taux US BBB+ 7-10 ans	2,66	-6p	+13p	+57p	-118p	-157p
Taux Europe BBB+ 7-10 ans	0,99	+6p	+8p	+27p	-51p	-117p
iBoxx € Corporates 1 - 3	197,4	-0,0%	+0,2%	+0,1%	+0,7%	+1,4%
iBoxx € Corporates 5 - 7	270,5	-0,1%	+0,3%	-0,5%	+2,9%	+7,7%
iBoxx €HY core cum cross 5-10 LC	128,5	-0,7%	+0,1%	+0,5%	-0,8%	+8,6%
Actions						
Eurostoxx 50 NR	8 869,9	+2,3%	+12,4%	+15,3%	-3,2%	+28,2%
Eurostoxx NR	928,4	+2,5%	+11,7%	+14,1%	+0,2%	+26,1%
Eurostoxx	448,3	+1,9%	+10,5%	+12,8%	-1,6%	+23,0%
Eurostoxx Small NR	648,0	+3,2%	+11,6%	+15,6%	+8,3%	+26,2%
S&P 500 Index Fixed	4 204,1	+0,5%	+10,3%	+11,9%	+16,3%	+28,9%
Nikkei 225	28 860,0	+0,2%	-0,4%	+5,2%	+16,0%	+18,2%
China Shanghai SE A	3 789,8	+4,9%	+3,0%	+4,1%	+13,9%	+22,4%
Bovespa (BR)	126 215,0	+6,2%	+14,7%	+6,0%	+2,9%	+31,6%
Russia RTS	1 597,5	+7,6%	+13,1%	+15,1%	-10,4%	+44,9%
Métaux Précieux						
Gold (NYM\$/ozt)	1 900,0	+7,5%	+9,0%	+0,7%	+24,6%	+18,4%
Silver (NYM\$/ozt)	1 180,8	-1,8%	-0,2%	+9,8%	+10,7%	+22,1%
Matières 1ères						
Crude Oil (NYM\$/bbl)	66,3	+4,3%	+7,8%	+36,7%	-20,5%	+34,5%
Brent Crude (IFEU\$/bbl)	69,3	+2,3%	+5,3%	+35,3%	-24,4%	+34,0%
Copper (LME Cash \$)	10 159,7	+2,1%	+10,8%	+31,1%	+25,9%	+3,2%
Aluminum (LME Cash)	2 404,5	-1,7%	+9,2%	+21,6%	+9,9%	-3,7%
Iron Ore 62% CN TSI	205,7	+11,7%	+19,1%	+32,0%	+70,3%	+32,3%
Devises						
€UR - US\$	1,223	+1,6%	+0,7%	-0,1%	+9,0%	-1,8%
€UR - YEN	133,75	+1,6%	+3,4%	+5,9%	+3,6%	-2,7%
€UR - RMB	7,78	-0,2%	-0,8%	-2,8%	+2,3%	-0,4%
€UR - BRL	6,42	-1,8%	-5,1%	+1,0%	+40,7%	+1,9%
€UR - RUB	89,69	-0,8%	-0,9%	-0,9%	+29,8%	-12,1%
	Cours	MTD	3 mois	YTD	2020	2019

Hausse des taux et pression sur les marges : difficile d'échapper à ces 2 risques d'ici fin 2021