

## Point sur l'environnement macro-économique

Juin marque le retour de quelques craintes entourant la Covid et son variant Delta. Les taux d'efficacité limités des vaccins chinois et russes conjugués à une vaccination approchant son plafond de verre aux US et en Europe, posent la question de nouveaux confinements face à un variant très contagieux. Certaines régions ou villes asiatiques ont franchi ce cap, souvent portée par une politique sanitaire proche de l'utopie du zéro COVID.

Dans ce contexte, les PMI en Chine déçoivent avec 50,3 pour les Services et 51,3 pour le manufacturier. Nous remarquons d'ailleurs que la Chine décélère depuis le début d'année entraînée par une politique de distribution de crédits plus limitée depuis mars. La situation reste beaucoup plus favorable aux US avec des ISM très élevés, de fortes créations d'emplois et des acteurs économiques (Etat et Banque Centrale) voulant exploiter au maximum tous les leviers de la croissance (déficits, taux, QE...). L'Eurozone est dans une situation intermédiaire avec un variant Delta qui impose progressivement des messages plus restrictifs qui pourraient finir par limiter la reprise. Si les prévisions de croissance de PIB sont toujours revues en hausse aux US et en Eurozone, les prochaines semaines devraient afficher un plus grand attentisme. A contrario, l'émergence d'un nouveau variant peut avoir des effets positifs en favorisant une reprise de la vaccination et en différant toute velléité de *Tapering* ou de réduction de déficits publics.

Sur le front micro et à la veille des publications du 2T, la dynamique depuis novembre est toujours exceptionnelle avec le maintien de révisions haussières de BNA dépassant +1 pt par mois aux US comme en Eurozone. Si l'avantage est maintenu pour le S&P avec un rythme supérieur à celui de l'Eurostoxx, les publications du 2T dépasseront certainement les attentes au regard du puissant mouvement de révisions et ceci malgré la forte hausse des mat. 1ères. Si nous prenons le BNA attendu en 2022 comme référence, il est équivalent à celui qui était attendu en fev-20 pour le S&P alors qu'il est encore en retrait de -13% pour l'Eurostoxx. Rappelons que dans un cycle classique, les BNA sont révisés chaque mois de l'ordre de -1 pt. La situation US est donc excellente tandis que la situation européenne est plutôt normale reléguant la crise du Covid à un épiphénomène sur le front des BNA !

## Evolution des différentes classes d'actifs

Avec un mois de juin moins favorable à la thématique cyclique/valorisation, les taux LT affichent un nouveau recul avec -13 pb et -29 pb sur 1 et 3 mois à 1,45% aux US. Les indices Actions progressent légèrement en Eurozone en juin tandis que le S&P affiche +2,2%. A noter que la hausse du baril s'est poursuivie (près de +10%) alors même que le \$ s'est renforcé de 3% vs Euro.

En terme de valorisation, si les indices Actions affichent toujours des niveaux de PE forward 12m. très au-dessus de leurs références historiques (PE de 21,8x vs 15,3x pour le S&P 500), nous constatons que le recul récent des taux souverains et des taux Corporate fait remonter une prime de risque qui était devenue trop faible. Il faut cependant constater qu'avec un core-CPI à 3,8% pour des taux 10 ans US à 1,45%, il est nécessaire d'avoir une croyance inaltérable quant au caractère provisoire de l'inflation et permanent du QE aux US ! Après la consolidation récente, le rebond des taux LT nous semble incontournable avec une pression à attendre sur les PE.

## Contacts

**Bruno GODEFROY**  
Directeur du Développement  
[b.godefroy@phgestion.com](mailto:b.godefroy@phgestion.com)

**Edwin FAURE**  
Directeur de la Gestion  
[e.faure@phgestion.com](mailto:e.faure@phgestion.com)

**Marc-Antoine LAFFONT**  
Président  
[m.laffont@phgestion.com](mailto:m.laffont@phgestion.com)

PH PHILIPPE  
HOTTINGUER & Cie  
GESTION

## Variation des principales classes d'actifs au 30/06/2021

	Cours	MTD	3 mois	YTD	2020	2019
<b>Taux Souverains</b>						
Taux 10A US	1,45	-13p	-29p	+53p	-100p	-77p
Taux 10A Allemagne	-0,21	-4p	+9p	+37p	-39p	-43p
Taux 10A France	0,13	-6p	+18p	+47p	-46p	-59p
Taux 10A Italie	0,83	-9p	+17p	+28p	-87p	-133p
Taux 10A Espagne	0,42	-6p	+9p	+38p	-43p	-94p
iBoxx € Eurozone 1-3	171,6	-0,0%	-0,1%	-0,4%	+0,0%	+0,3%
iBoxx € Eurozone 3-5	211,2	+0,1%	-0,2%	-0,6%	+1,3%	+1,9%
iBoxx € Eurozone 5-7	252,7	+0,2%	-0,3%	-1,1%	+2,8%	+4,2%
<b>Taux Corporates</b>						
Taux US BBB+ 7-10 ans	2,48	-18p	-34p	+40p	-118p	-157p
Taux Europe BBB+ 7-10 ans	0,88	-10p	-2p	+17p	-51p	-117p
iBoxx € Corporates 1 - 3	197,6	+0,1%	+0,1%	+0,2%	+0,7%	+1,4%
iBoxx € Corporates 5 - 7	271,6	+0,4%	+0,3%	-0,1%	+2,9%	+7,7%
iBoxx€HY core cum cross 5-10 LC	129,0	+0,3%	+0,5%	+0,8%	-0,8%	+8,6%
<b>Actions</b>						
Eurostoxx 50 NR	8 930,5	+0,7%	+4,9%	+16,1%	-3,2%	+28,2%
Eurostoxx NR	937,5	+1,0%	+5,8%	+15,2%	+0,2%	+26,1%
Eurostoxx	452,0	+0,8%	+4,6%	+13,7%	-1,6%	+23,0%
Eurostoxx Small NR	651,1	+0,5%	+7,5%	+16,1%	+8,3%	+26,2%
S&P 500 Index Fixed	4 297,5	+2,2%	+8,2%	+14,4%	+16,3%	+28,9%
Nikkei 225	28 791,5	-0,2%	-1,3%	+4,9%	+16,0%	+18,2%
China Shanghai SE A	3 764,2	-0,7%	+4,3%	+3,4%	+13,9%	+22,4%
Bovespa (BR)	126 801,0	+0,5%	+8,7%	+6,5%	+2,9%	+31,6%
Russia RTS	1 653,8	+3,5%	+12,0%	+19,2%	-10,4%	+44,9%
<b>Métaux Précieux</b>						
Gold (NYM\$/oz)	1 763,2	-7,2%	+4,3%	-6,6%	+24,6%	+18,4%
Silver (NYM\$/oz)	1 070,5	-9,3%	-9,9%	-0,5%	+10,7%	+22,1%
<b>Matières 1ères</b>						
Crude Oil (NYM\$/bbl)	73,5	+10,8%	+24,2%	+51,4%	-20,5%	+34,5%
Brent Crude (IFEU\$/bbl)	75,1	+8,3%	+18,3%	+46,7%	-24,4%	+34,0%
Copper (LME Cash \$)	9 385,0	-7,6%	+6,0%	+21,1%	+25,9%	+3,2%
Aluminum (LME Cash)	2 523,0	+4,9%	+14,0%	+27,6%	+9,9%	-3,7%
Iron Ore 62% CN TSI	211,1	+2,6%	+26,5%	+35,5%	+70,3%	+32,3%
<b>Devises</b>						
EUR - USD	1,186	-3,0%	+1,1%	-3,1%	+9,0%	-1,8%
EUR - YEN	131,62	-1,6%	+1,7%	+4,2%	+3,6%	-2,7%
EUR - RMB	7,66	-1,5%	-0,5%	-4,2%	+2,3%	-0,4%
EUR - BRL	5,95	-7,3%	-12,0%	-6,4%	+40,7%	+1,9%
EUR - RUB	86,63	-3,4%	-2,9%	-4,3%	+29,8%	-12,1%
	Cours	MTD	3 mois	YTD	2020	2019

## Taux réels à -2,4% aux US : il faut être vraiment très confiant sur le retour à un core-CPI de 2% !