

Retour sur le mois de mai : la hausse des actions a repris mais l'inflation ne rassure pas

Les indices actions ont repris le chemin de leur ascension en mai avec près de +3.0% en Europe, +4.8% sur le S&P et +7.0% sur le Nasdaq. Depuis le début d'année, Eurostoxx 50, S&P et Nasdaq affichent une hausse plutôt homogène avec près de +11%. Nous retrouvons cette homogénéité sur le front obligataire avec près de +60 pb sur le 10 ans souverain et +40 pb sur le Corporate 7-10 ans IG. Nous constatons donc que malgré la forte tension sur les taux depuis début 2024, les indices actions ont très bien performé.

Le débat entourant l'inflation est resté au centre des préoccupations. Les derniers chiffres publiés en eurozone avec +2,6% en mai vs +2,4% en avril confirment que, depuis plusieurs mois, l'inflation résiste sur des niveaux un peu élevés. Aux US, l'inflation à 3,4% est plutôt stable depuis près d'un an.

En prenant un peu de recul et compte tenu d'un fort rebond des matières 1ères (aluminium, fer, cuivre...) depuis le début d'année, il est certain que le retour aux objectifs de 2% d'inflation est questionnable dans un avenir proche. Il apparaît donc logique que le débat sur la baisse des taux courts reste central.

Si l'annonce d'une baisse de 25 pb des taux de la BCE le 6 juin était conforme aux attentes du consensus, l'institution s'est bien gardée de tout engagement d'une baisse supplémentaire en 2024. Du côté de la Fed, les différents gouverneurs régionaux envoient toujours des messages qui ont comme seul principe de laisser ouvert toutes les possibilités. Le consensus qui valide encore une à deux baisses de taux au 2^{ème} semestre 2024 peut donc sembler optimiste à ce stade.

Souignons, néanmoins, qu'une baisse des taux de la BCE avant celle de la Fed est une prise de position suffisamment rare pour être mise en avant. S'il sera difficile pour la Banque centrale européenne d'affirmer un peu plus ce découplage, cette indépendance affichée est favorable à l'économie européenne.

En réduisant l'écart de taux entre les US et l'eurozone, une nouvelle réévaluation du \$ vs € dans les prochains mois est possible, ce qui favoriserait la croissance européenne et les résultats d'entreprises exportatrices en \$ au détriment des US.

Performances des principales classes d'actifs

Performances au 31/05/2024		Cours	mai	3 mois	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
Taux Souverains										
Taux 10A US	31/5	4,49	-19p	+24p	+61p	+0p	+237p	+59p	-100p	-77p
Taux 10A Allemagne	31/5	2,65	+7p	+23p	+65p	-53p	+272p	+39p	-39p	-43p
Taux 10A France	31/5	3,13	+7p	+24p	+60p	-54p	+287p	+55p	-46p	-59p
Taux 10A Italie	31/5	3,96	+9p	+11p	+21p	-90p	+347p	+63p	-87p	-133p
Taux 10A Espagne	31/5	3,38	+2p	+9p	+43p	-66p	+304p	+53p	-43p	-94p
iBoxx € Eurozone 1-3	31/5	168,4	+0,2%	+0,4%	-0,1%	+3,5%	-4,8%	-0,7%	+0,0%	+0,3%
iBoxx € Eurozone 3-5	31/5	196,4	+0,0%	-0,1%	-1,4%	+5,4%	-10,0%	-1,2%	+1,3%	+1,9%
iBoxx € Eurozone 5-7	31/5	225,7	-0,1%	-0,3%	-2,0%	+7,1%	-14,3%	-1,8%	+2,8%	+4,2%
Taux Corporates										
Taux US BBB+ 7-10 ans	31/5	5,81	-24p	+7p	+42p	-51p	+316p	+65p	-118p	-157p
Taux Europe BBB+ 7-10 ans	31/5	4,18	+4p	+8p	+37p	-83p	+355p	+38p	-51p	-117p
iBoxx € Corporates 1 - 3	31/5	198,1	+0,4%	+0,9%	+0,9%	+5,1%	-5,2%	+0,0%	+0,7%	+1,4%
iBoxx € Corporates 5 - 7	31/5	247,3	+0,2%	+0,7%	-0,5%	+9,7%	-16,0%	-0,8%	+2,9%	+7,7%
iBoxx €HY core cum cross 5-10 LC	31/5	116,1	+0,6%	-0,2%	-0,5%	+11,7%	-17,7%	-0,8%	-0,8%	+8,6%
Actions										
Eurostoxx 50 NR	31/5	11 800,7	+2,1%	+3,9%	+12,4%	+22,2%	-9,5%	-3,2%	+28,2%	-12,0%
Eurostoxx NR	31/5	1 151,2	+2,7%	+5,4%	+11,0%	+18,6%	-12,3%	+0,2%	+26,1%	-12,7%
Eurostoxx	31/5	516,3	+1,7%	+3,6%	+8,9%	+15,7%	-14,4%	-1,6%	+23,0%	-14,8%
Eurostoxx Small NR	31/5	679,7	+3,0%	+6,2%	+3,5%	+13,9%	-15,5%	+8,3%	+26,2%	-13,2%
S&P 500 Index Fixed	31/5	5 277,5	+4,8%	+3,6%	+10,6%	+24,2%	-19,4%	+16,3%	+28,9%	-6,2%
Nasdaq	31/5	2 500,2	+7,0%	+4,1%	+11,7%	+44,3%	+21,9%	+44,5%	+36,2%	-3,2%
Nikkei 225	31/5	38 487,9	+0,2%	-1,7%	+14,8%	+28,2%	-9,4%	+16,0%	+18,2%	-12,1%
China Shanghai SE A	31/5	3 235,9	-0,6%	+4,5%	+3,7%	-3,7%	-15,1%	+13,9%	+22,4%	-24,6%
Bovespa (BR)	31/5	122 098,1	-4,1%	-6,2%	-9,0%	+22,3%	+4,7%	+2,9%	+31,6%	+15,0%
Métaux Précieux										
Gold (NYM \$/ozt)	31/5	2 348,3	+1,8%	+14,7%	+13,0%	+14,6%	+0,4%	-4,3%	+24,6%	+18,4%
Silver (NYM \$/ozt)	31/5	1 037,7	+10,3%	+17,9%	+4,3%	-7,3%	+11,3%	-10,3%	+10,7%	+22,1%
Matières 1ères										
Crude Oil (NYM \$/bbl)	31/5	77,0	-6,0%	-1,6%	+7,5%	-10,7%	+6,7%	+55,0%	-20,5%	+34,5%
Brent Crude (IFEU \$/bbl)	31/5	81,1	-8,1%	-4,1%	+4,4%	-6,9%	+7,2%	+50,8%	-24,4%	+34,0%
Copper (LME Cash \$)	31/5	9 913,2	-0,6%	+18,0%	+17,0%	+1,1%	-13,5%	+25,1%	+25,9%	+3,2%
Aluminum (LME Cash)	31/5	2 677,0	+5,2%	+23,8%	+14,6%	-1,1%	-15,9%	+41,9%	+9,9%	-3,7%
Iron Ore 62% CN TSI	31/5	118,2	+6,6%	+2,0%	-13,3%	+22,5%	-1,1%	-27,8%	+70,3%	+32,3%
Devises										
EUR - U\$D	31/5	1,086	+1,5%	+0,3%	-1,7%	+3,5%	-7,1%	+8,8%	-1,8%	-4,8%
EUR - YEN	31/5	170,597	+1,4%	+5,3%	+9,5%	+10,6%	+3,7%	+2,4%	-2,7%	-7,3%
EUR - CNY	31/5	7,864	+1,6%	+1,0%	+0,4%	+5,6%	-9,4%	+3,0%	-0,4%	+0,4%
EUR - BRL	31/5	5,706	+3,0%	+6,1%	+6,3%	-4,8%	-0,3%	+36,3%	-5,6%	+11,2%
EUR - RUB	31/5	98,11	-1,8%	-0,5%	-0,7%	+26,8%	-5,7%	+30,9%	+1,9%	+14,7%
Performances au 31/05/2024		Cours	mai	3 mois	YTD	2023	2022	2021	2020	2019

Notre analyse Macro / Marchés : des indices actions européens très maltraités même si...

Comme souligné dans le graphique ci-dessous, la valorisation des actions US s'est très largement appréciée comparativement aux actions européennes depuis 2020. Historiquement, le S&P 500 affichait un PE de 10% à 20% supérieur à celui de l'Eurostoxx soit 1 à 3 pt de plus. Depuis 2020, une rupture s'est produite avec une forte accélération initiée mi-2022 pour porter cet écart à 35% et 7.1 pt de PE (20,5x pour le S&P et 13,4x pour l'Eurostoxx).

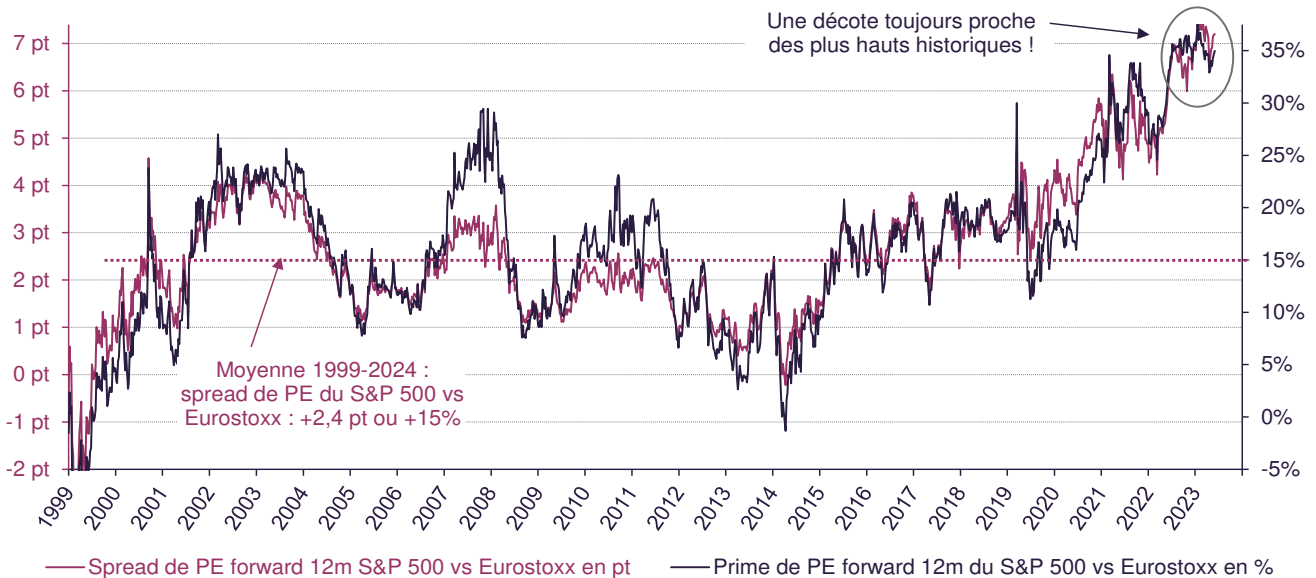
Si nous nous mettons quelques instants à la place des grands investisseurs internationaux, la justification est plutôt simple : une croissance économique beaucoup plus forte aux US (> 3% vs 0% à 1%), un conflit en Ukraine qui rappelle la propension du continent européen pour les guerres et une crise d'approvisionnement énergétique à l'avantage des US, 1^{er} producteur de pétrole.

Depuis dimanche soir, la dissolution attendue du Parlement français accentue la perception d'un nouveau risque politique pour la cohésion du projet européen. Néanmoins, nous devons rappeler que depuis début 2024, nous assistons à une forte réduction de l'écart de croissance entre les US (2% à 2.5%) et l'eurozone (1,5% à 2%) avec une politique monétaire qui a enclenché sa 1^{ère} baisse de taux pour la BCE le 6 juin.

Mais surtout, le plus important pour valoriser un indice s'explique par le résultat (BNA) des entreprises qui le compose et le niveau des taux d'intérêt relatif à sa monnaie. Or, sur la période 2019-2025, le BNA du S&P est attendu en hausse de +76% vs +71% pour celui de l'Eurostoxx soit un écart marginal (5 pt sur 6 ans) qui s'explique par des entreprises européennes qui profitent largement de la croissance mondiale et US. Sur le front des taux, les taux souverains aux US affichent 4,5% vs 3,1% en eurozone ce qui en théorie justifierait une valorisation plus élevée des actifs en euro et donc de l'Eurostoxx vs S&P à inflation équivalente !

Au-delà des soubresauts politiques, la perception de l'Europe -et donc son appréciation -devrait s'améliorer à moyen terme avec la réduction de l'écart de croissance US / eurozone. Une décote plus faible (25% vs 35% aujourd'hui) est possible tandis qu'un retour sur les niveaux historiques de 15% n'est pas envisageable avant des signaux tangibles de résolution du conflit avec la Russie. Par conséquent, et sous réserve que le S&P 500 ne connaisse pas une trop forte correction liée à sa surévaluation, nous estimons toujours que les actions européennes conservent un potentiel de rattrapage.

S&P 500 et Eurostoxx : écart de PE en point et en % depuis 1999



Focus patrimonial : se préparer à une hausse de la fiscalité ?

Si le débat sur une hausse de la fiscalité a été relancé après la publication d'un déficit public 2023 très élevé (5,5% vs 4,9% attendu), la recomposition politique à venir en France ne pourra s'exonérer de nouvelles mesures pour réduire ce déficit.

Malgré les promesses à venir de l'ensemble des partis politiques qui devrait se faire discret sur la hausse des impôts, l'impossibilité chronique de réduire les dépenses impose de s'interroger sur les risques d'une hausse de la fiscalité dans les prochains mois.

A ce jeu du pronostic et quel que soit la future majorité (RN ou coalition), les entreprises partent favorites alors qu'elles ont retrouvé un très bon niveau de rentabilité et que leur fiscalité a été fortement réduite depuis 2016.

Une remontée exceptionnelle du taux IS est envisageable et cela impacterait les structures de type holding familiale. Ajoutons à cela que le niveau du Prélèvement Forfaitaire Unique à 30% impactant la distribution des dividendes et l'imposition des plus-values serait un 2nd candidat pour remonter la fiscalité globale.

Si Bercy ne manque pas d'imagination et sait toujours nous surprendre, seule la fiscalité entourant l'immobilier pourrait être épargnée au regard de la dégradation de ce secteur.

Au final, malgré les discours volontaristes à attendre et une période post-électorale qui est souvent déconnectée des réalités, il nous semble qu'un risque élevé de hausse de la fiscalité pourrait intervenir à partir de 2025.

Vos interlocuteurs privilégiés chez **Philippe Hottinguer Gestion** restent à votre disposition pour vous accompagner dans la gestion de vos actifs et dans l'analyse des diverses composantes de votre patrimoine.

Signataire des

