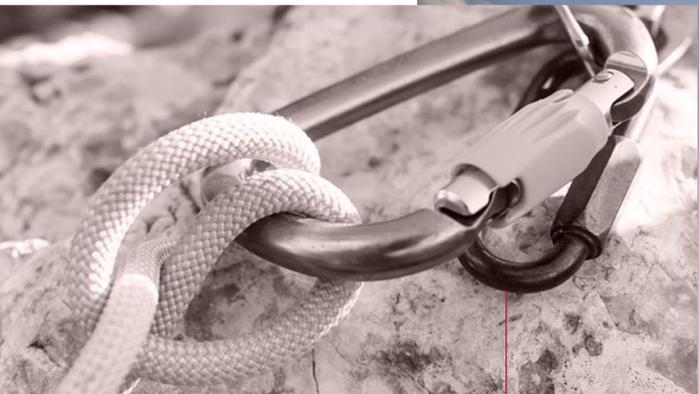


# L'ESSENCE



# DE LA LIBERTÉ



1. Macro, obligations et taux
2. Actions
3. Devises et matières premières

## Points clés

- L'environnement global continue d'être caractérisé par l'abondance des liquidités et la faiblesse des taux d'intérêt. Les investisseurs sont donc « contraints » de migrer vers le risque et les « perspectives de croissance relative »
- La survalorisation des actifs chers tient aux facteurs susmentionnés. Les valorisations des actions pourraient rester à des niveaux exagérés pendant plus longtemps que prévu
- Nous recommandons donc de rester investis dans les actions avec un positionnement neutre. Nous pensons qu'il est difficile de prévoir les rotations sectorielles et nous recommandons donc une approche équilibrée reposant sur des expositions à la valeur via l'Europe (par exemple, Royaume-Uni, Allemagne) et la croissance (grandes capitalisations technologiques américaines)
- La Réserve fédérale (Fed) est dans une situation difficile. Elle ne parvient pas à trouver de sortie facile de sa politique actuelle d'argent bon marché. Elle devrait donc continuer de recourir à la planche à billets dans un avenir proche
- Des signes de hausse de l'inflation apparaissent. Est-elle passagère ou appelée à perdurer pendant un certain temps ? Difficile de le dire
- Spéculer sur la réduction (« tapering ») de la politique accommodante pourrait néanmoins se révéler une stratégie coûteuse
- Quoi qu'il en soit, nous pensons que les signes actuels de l'inflation vont hanter les marchés et les investisseurs. Des hausses temporaires des rendements sont possibles et pourraient engendrer des opportunités et des tensions sur les marchés actions
- Les bons du Trésor et les obligations « Investment Grade » se situent à des niveaux extrêmement élevés. Malheureusement, les liquidités ne constituent pas vraiment une option en cas de taux d'intérêt négatifs
- Le franc suisse devrait conserver son statut de valeur refuge, grâce à un budget et une approche budgétaire prudents en Suisse
- Nous pensons que le dollar US, l'euro et le yen resteront stables les uns par rapport aux autres. Les devises émergentes ne paraissent pas attrayantes dans cet environnement

## Macro, obligations et taux : une inflation passagère

*Trois thèmes clés, alors que nous nous apprêtons à plonger au cœur de l'été : la reprise, la nature transitoire de l'inflation et les conséquences des plans de relance publics.*

L'humanité émerge peu à peu de la panique, de l'angoisse et du désespoir dans lesquels la pandémie l'avait plongée. L'intensité de nos émotions et de notre colère va se dissiper et disparaître de nos mémoires.

Pourtant, pour faire face à la pandémie, les gouvernements ont apporté des réponses dont les conséquences seront ressenties par les générations futures. Ces événements ont des répercussions monumentales et sont sans précédent dans l'histoire. D'une puissance colossale, ils ont accéléré des tendances et se sont accompagnés d'effets durables. Nous devons composer avec les dynamiques changeantes de la finance et de l'économie pour discerner la vérité.

*À mesure que les confinements sont levés dans les pays développés, les effets de la relance et des vaccins deviennent plus évidents. La transformation de l'économie post-pandémie devrait progresser à un rythme et à une échelle vertigineux.*

Le marché des bons du Trésor américain oscille depuis deux mois à l'intérieur d'un intervalle de prix limité. Il s'agit d'un phénomène remarquable au vu des données économiques les plus récentes. Les indicateurs sont ressortis en hausse : le PIB au premier trimestre à 6,4 %, la consommation des ménages à 11,3 %, les prix à l'importation à 10,6 %, les prix à la production à 6,2 % et les prix à la consommation à 4,2 %. Ces chiffres sont exceptionnels. Il serait néanmoins erroné de penser qu'ils peuvent être étudiés isolément.

L'activisme des banques centrales mondiales est axé autour de la stabilité financière, ce qui exige une faiblesse extrême et durable des taux d'intérêt. La Fed devrait continuer d'apporter un support aux taux d'intérêt dans un avenir proche.

Il n'y a qu'à voir l'exemple du Japon. La Banque du Japon (BoJ) tente depuis 30 ans de stimuler l'inflation au sein de son économie. Malgré des mesures de relance exceptionnelles, une mainmise presque totale sur le marché des obligations d'État japonaises et un pourcentage de participation énorme et croissant au marché actions japonais, on ne peut que constater l'échec cuisant de son ordre du jour. L'économie se ralentit et les prix continuent de chuter.

*Jerome Powell a-t-il raison d'affirmer que les pressions inflationnistes sont passagères ?*

Les tendances macroéconomiques en place depuis les années 80 sont non seulement toujours présentes, mais elles s'accroissent. Les comparaisons superficielles avec l'inflation structurelle réelle observée dans les années 70 ne résistent pas à un examen rigoureux.

Les perspectives de l'emploi sont l'un des principaux points en faveur de l'argument de la croissance lente et désinflationniste. L'amélioration du casse-tête de l'emploi aux États-Unis est l'objectif clair et affiché de la Fed.

En outre, il sera également impossible à la Fed de réduire son bilan. L'économie exige davantage d'endettement. À l'heure actuelle, nous sommes en train d'assister à la plus grande redistribution de dette de l'histoire. La dette augmente au niveau fédéral et baisse aux niveaux des ménages et des entreprises. C'est une politique délibérée. Le ratio dette/production ralentit à un rythme inquiétant. Cela aussi, la Fed ne l'ignore pas. La réduction des plans de relance aboutit à un résultat problématique, à savoir une crise financière et une récession probable.

*La Fed est disposée à s'accommoder de distorsions et d'inégalités des revenus en contrepartie de ce qui lui paraît être le bien commun. Nous ne sommes pas certains que cela soit vrai. Ce qui est vrai en revanche, c'est que nous pouvons tabler sur des taux d'emprunt à court terme très stables et très faibles dans un futur proche. À court terme, des épisodes de légère hausse de l'inflation sont donc possibles.*

Quoi qu'il en soit, il y a fort à parier que la Fed renforcera ses achats d'obligations et intensifiera ses mesures de relance en cas de panique des marchés. Les hausses brèves et mal interprétées des rendements seront achetées par les investisseurs avisés.

Nous pensons qu'il n'y a aucune valeur à trouver dans le crédit. Les indicateurs de risque/rendement impliquent que son détenteur est pratiquement à coup sûr le grand perdant.

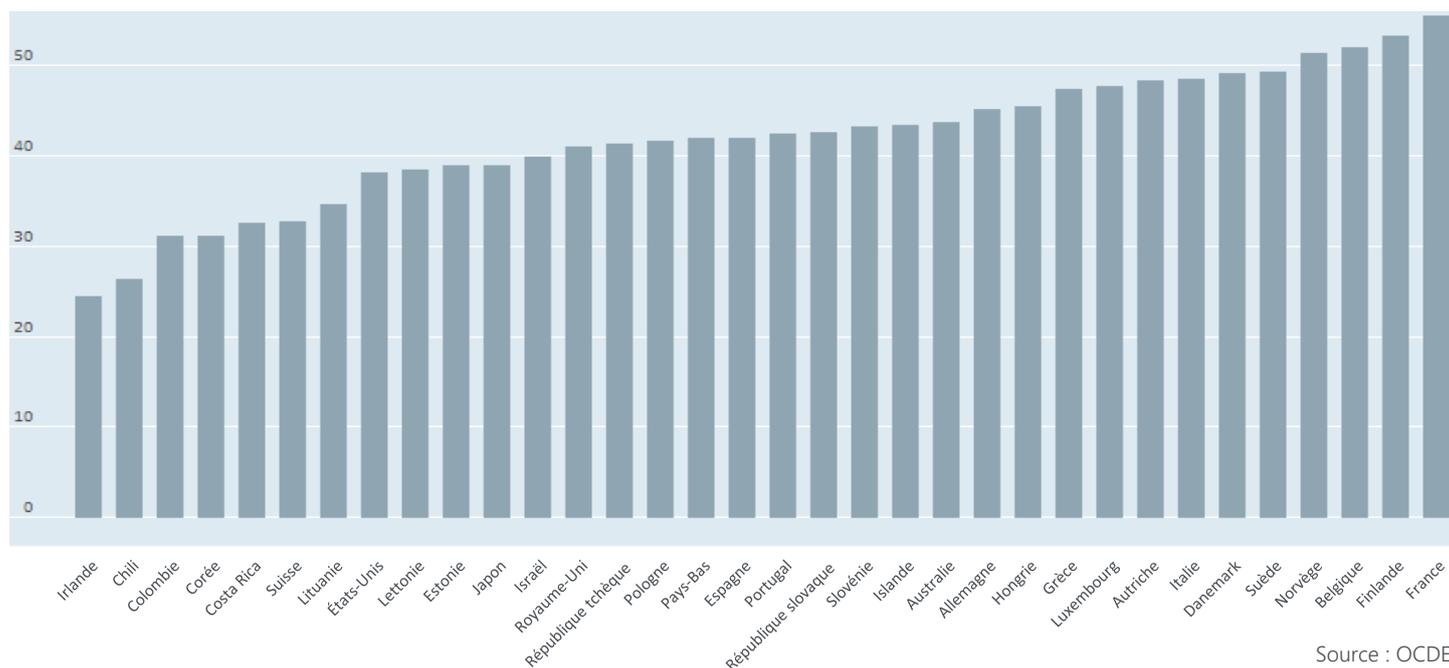
## Actions : un scénario « Boucles d'or » à risques

*Le marché actions oscille depuis trois mois à l'intérieur d'un intervalle de prix limité. C'est d'autant plus remarquable que les bénéfiques et les marges bénéficiaires des entreprises américaines n'ont jamais été aussi élevés.*

À l'inverse, certains facteurs contrebalancent cette tendance, notamment le ralentissement désinflationniste anticipé et l'effet de frein sur la production produit par les hausses d'impôts. La hausse des prix de l'alimentation et de l'énergie pour la majorité des ménages aboutit à une réduction des revenus disponibles. Le projet de loi de dépenses budgétaires, s'il devient une loi, doit être financé à l'aide de hausses d'impôts et se traduira clairement par une contribution publique plus importante, et beaucoup moins productive, à la production globale de l'économie américaine. Le résultat prévu devrait être un retour sous la croissance tendancielle.

De nombreux observateurs estiment que l'ordre du jour progressiste du nouveau gouvernement est équitable et attrayant du point de vue politique. C'est, du moins en partie, vrai. Du reste, nous ne pouvons que constater les effets produits par ce type de politiques, par exemple, en Europe. Autrefois grande puissance économique, l'Union européenne (UE) est en train de devenir une spectatrice de l'économie mondiale. Les Européens ne manquent jamais de signaler que seuls 35 % des recettes de l'État aux États-Unis proviennent des impôts et que ce taux devrait donc augmenter. En Europe, la part totale de l'État dans la production économique est proche de 50 %. Il sera difficile d'en demander beaucoup plus.

### Dépenses des administrations publiques (total, % du PIB, 2020 ou dernières données disponibles)



Le monde des affaires aux États-Unis est unique. Les entrepreneurs américains sont dans l'ensemble de gros preneurs de risques, car « risque » est synonyme de récompense « justifiable ». Ils sont audacieux et ne craignent pas l'échec.

*La version américaine de l'économie de marché n'aurait aucune chance de fonctionner dans le modèle de gouvernance européen, qui préconise des hausses de l'impôt sur le revenu, de l'impôt sur les sociétés, de l'impôt sur les plus-values et des droits de succession.*

En plus de détruire les perspectives d'emploi, un État plus interventionniste aux États-Unis risque de réduire considérablement les revenus disponibles, d'étouffer l'innovation et de décourager l'initiative entrepreneuriale. Afin de trouver des actionnaires, des partenaires de financement et un régime fiscal plus concurrentiel, les entreprises pourraient bien chercher des opportunités à l'étranger.

L'ordre du jour progressiste mis en place par le gouvernement afin de redistribuer les richesses est perçu par au moins la moitié de la population comme un empiétement sur la liberté. L'ordre du jour non économique et progressiste promu par le nouveau gouvernement va réduire les opportunités d'investissement et d'emploi. Les recettes fiscales publiques et municipales vont baisser. Le financement des services publics vitaux sera beaucoup plus difficile dans les grandes villes. Cette situation ne peut qu'aboutir à un affaiblissement des services publics, à une hausse de la criminalité, à une accélération de l'exode des contribuables hors des grandes villes ainsi qu'à un durcissement des conditions pour les plus nécessiteux.

Il est intéressant de noter que le National Bureau of Economic Research a indiqué cette semaine que 30 % du travail de l'économie américaine post-pandémie serait exécuté à distance. Le travail à distance transforme, reconstruit et révolutionne l'économie américaine. Ses effets sont aussi négatifs pour l'immobilier commercial des centres urbains et les petites entreprises qu'ils sont positifs pour les innovations de rupture et les technologies de transformation.

*L'analyse des marchés actions implique de regarder au-delà des gros titres et de considérer en quoi les nouvelles forces économiques, technologiques et sociétales ont une incidence sur la capacité des entreprises à extraire, capturer et créer de la valeur.*

Amazon, qui a racheté le studio de films MGM pour 8,5 milliards de dollars US, fournit une illustration de ce cas de figure. Quelles sont les raisons de ce rachat ? Amazon va à présent être en mesure d'offrir à ses 200 millions d'abonnés Prime un catalogue de 4 000 films et de 17 000 épisodes de séries pour un investissement de moins de 50 dollars US par abonné Prime. Amazon améliore sa capacité à capturer de la valeur. L'entreprise de Jeff Bezos va faire dans le secteur des divertissements ce qu'elle a fait dans le commerce. « Acculer ses concurrents à la faillite ».

*Les actions de croissance pourraient revenir sur le devant de la scène à condition que les taux d'intérêt restent calmes.*

En Europe, le DAX allemand, même s'il est notre indice préféré, se négocie dans la limite supérieure de sa fourchette de prix. L'Espagne et le Royaume-Uni sont toujours en retrait.

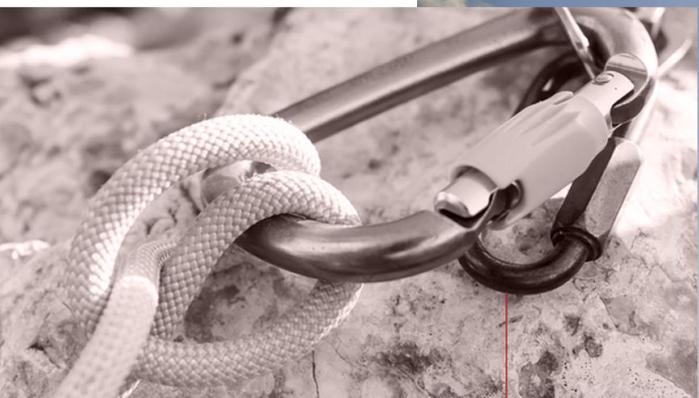
S'il est vrai que les investisseurs ont besoin de rester investis, la baisse de la volatilité indique une complaisance de plus en plus importante.

**Principales positions de l'ETF « Direxion Work From Home » et leurs estimations de PER et de VE/EBITDA ajusté. Les positions recommandées par Cité Gestion SA sont signalées en vert**

	PER	VE/EBITDA
Proofpoint Inc	81,4	198,2
Box Inc	31,7	34,5
Fortinet Inc	58,0	38,7
Facebook	22,0	17,8
NetApp Inc	17,7	12,9
Oracle Corp	17,8	11,1
IBM	13,3	8,9
Cisco	16,3	11,0
Alphabet	24,8	18,8
America Movil	13,4	n.d.
Nutanix Inc Class A	n.d.	n.d.
VMware Inc	23,9	17,5
Adobe Inc	42,1	44,4
Hewlett Packard	8,8	5,4
Microsoft Corp	31,3	21,8
Slack Technologies	701,9	n.d.
Progress Software Corp	13,8	11,6
Amazon.com Inc	46,7	31,1
Marvell Technology Inc	35,8	51,4
DocuSign Inc	139,7	n.d.
Palo Alto Networks Inc	54,4	197,1
Broadcom Inc	16,3	15,4
Vonage Holdings Corp	54,9	32,7
Ping Identity Holding Corp	170,4	142,2
Insego Corp	n.d.	260,5
Atlassian Corp PLC Class A	176,3	394,6
Zscaler Inc	379,0	n.d.
Zoom	77,2	147,5
CrowdStrike Holdings Inc	495,4	n.d.
FireEye Inc	47,2	n.d.
Avaya Holdings Corp	8,7	5,9
Xerox Holdings Corp	11,4	8,8
Workday Inc	77,2	148,7
Alibaba Group Holding Ltd	21,7	37,9
Plantronics Inc	10,9	13,7
Okta Inc Class A	n.d.	n.d.
Upland Software Inc	21,4	29,5
RingCentral Inc Class A	189,5	n.d.
8x8 Inc	408,7	n.d.
Aurora Mobile Ltd	n.d.	n.d.



# L'ESSENCE



# DE LA LIBERTÉ



En choisissant Cité Gestion, vous bénéficiez de notre modèle économique unique qui nous différencie de la plupart des gérants de fortune traditionnels. Pour en savoir plus, rendez-vous sur notre site : [www.cité-gestion.com](http://www.cité-gestion.com)



Suivez-nous sur [LinkedIn](#) pour rester à jour de toutes les actualités et perspectives du marché.

## Avertissement et informations importantes

Ce document a été publié en Suisse par Cité Gestion SA, Genève, dépositaire et négociant en valeurs mobilières soumis à la réglementation et à la surveillance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait interdite, et n'est pas destinée à des personnes ou entités auxquelles il serait illégal d'envoyer un tel document. Toutes les informations fournies dans ce document, en particulier les opinions et analyses, sont fournies à titre d'information uniquement et ne sauraient être interprétées comme une offre, un conseil ou une recommandation en vue d'acheter ou de vendre un titre particulier ou de conclure une quelconque transaction. Cette publication ne constitue pas non plus – et ne doit pas être interprétée comme – une publicité pour un instrument financier particulier. Les risques associés à certains investissements ne conviennent pas à tous les investisseurs et une évaluation précise du profil de risque doit être effectuée. Ce document ne doit pas non plus être interprété comme un conseil juridique, comptable ou fiscal. Bien que Cité Gestion SA déploie tous les efforts raisonnables pour utiliser des informations fiables et complètes, Cité Gestion SA ne déclare ni ne garantit d'aucune manière que les informations contenues dans ce document sont exactes, complètes ou à jour. Toute décision fondée sur ces informations doit être prise aux risques de l'investisseur et Cité Gestion SA décline toute responsabilité pour toute perte ou tout dommage pouvant résulter directement ou indirectement de l'utilisation de ces informations. États-Unis : ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être envoyé, pris ou distribué aux États-Unis ou remis à une personne américaine. Ce document ne peut être reproduit (en tout ou partie), transmis, modifié ou utilisé à des fins publiques ou commerciales sans l'accord écrit préalable de Cité Gestion SA.