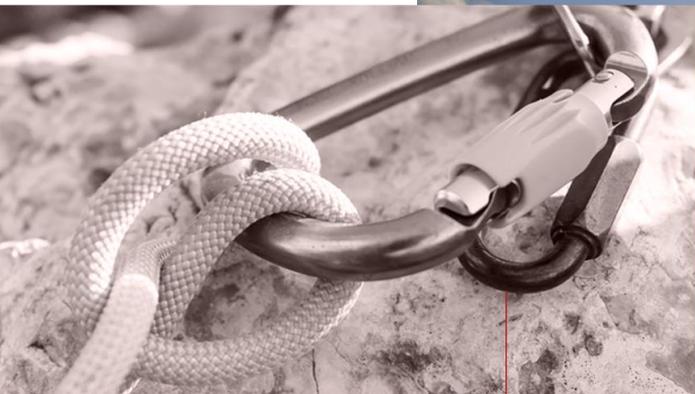


THE ESSENCE



OF FREEDOM



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

Points clés

- Bien que les statistiques macroéconomiques américaines continuent d'indiquer une expansion, les dernières données de secteurs tels que les ventes de voitures et de logements se sont révélées décevantes
- Les États-Unis ont probablement traversé un « pic d'inflation » et un « pic de croissance »
- Les actions ont enregistré une solide performance au 2T21, tous les grands indices clôturant le mois de juin en hausse
- La rotation sectorielle a de nouveau été forte et la technologie et les valeurs de croissance, qui ont récemment sous-performé, ont inversé la tendance dans un contexte de baisse des rendements
- L'innovation technologique et la transformation, ainsi que le pouvoir de fixation des prix des Big Techs, créent un environnement de rupture où les petites entreprises ne cessent de perdre des parts de marché. Nous pensons que cette tendance pourrait se poursuivre et recommandons de « mettre ses pas dans ceux des gagnants »
- La Fed a affecté les marchés obligataires. La courbe des taux américaine s'est aplatie, appréciant nettement sa partie courte, tandis que la longue baissait légèrement. Les anticipations d'inflation semblent se stabiliser autour de 2,5 %
- Sur le FX, les principales paires restent dans un intervalle limité. L'USD vient d'être renforcé par des flux de capitaux pour des achats d'actifs américains
- Les devises des ME vont se trouver chahutées, entre la croissance en berne dans ces régions et les flux de capitaux vers les USA d'une part, et les nouveaux cycles de relèvement des taux des marchés émergents d'autre part
- Trois risques potentiels pourraient faire dérailler les marchés : 1) les goulots d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement, entraînant une hausse de l'inflation, 2) la hausse des taux de repo O/N pourrait réduire la liquidité bon marché et impacter les stratégies à effet de levier, 3) une résurgence de la variante delta du coronavirus

Revue – Juin 2021

Le mois de juin a confirmé le sentiment favorable au risque, source de belles performances des actions au 2T. Tous les grands indices ont clôturé le mois et le trimestre en hausse. Le S&P 500 a progressé de 2,16 % en juin, et le Nasdaq de 5,61 %. Le SMI suisse a bénéficié d'un CHF en repli et d'un rebond des grandes cap. qui le dominent, performant à 5,1 %.

Juin a été marqué par une nouvelle forte rotation sectorielle des actions sous-évaluées vers la croissance. Alors que les matériaux et les financières du S&P 500 ont reculé de 5,83 % et 3,14 %, la composante IT progresse de 6,84 %.

Cette rotation a été favorisée par des évolutions des fondamentaux. Tout d'abord, le 16 juin, la Fed a réaffirmé sa politique accommodante au moins jusqu'en 2023. Malgré un bref sursaut, les bons du Trésor à 10 ans tendent à baisser depuis, jusqu'en dessous de 1,5 % en fin de mois. Deuxièmement, l'USD a continué à bénéficier des solides données macroéconomiques nationales. Les opérations de reprise et surtout les matières premières, pétrole excepté, ont été sous pression. Troisièmement, des grandes cap. technologiques, restées presque « plates » depuis le 3T20, ont été « redécouvertes » par les investisseurs en tant que « retardataires ».

Revers de cette rotation, les valeurs refuges classiques comme l'or et le CHF ont souffert d'une certaine faiblesse : l'or a chuté de 7,28 % en juin.

Le pétrole a atteint un nouveau plus haut après la pandémie et le WTI a terminé le mois à 73,47 dollars. Les divergences au sein de l'OPEP+ sur les limites de production ont soutenu le pétrole.

Enfin, la courbe des taux US s'est aplatie après les déclarations de la Fed mi-juin, notamment des propos plutôt belliqueux de James Bullard qui remettent en cause son objectif de hausse des taux en 2023. La partie courte de la courbe des taux a fortement progressé, tandis que les rendements à plus long terme ont légèrement baissé. Les craintes d'inflation s'atténuent, le taux forward américain à 5 ans s'établissant en dessous de 2,5 %.

Pour l'heure, les haussiers prévalent et la volatilité reste faible avec un VIX à 16. Les indices PMI mondiaux, qui continuent d'indiquer une forte expansion, soutiennent ce point de vue.

Variation des actions en %	Cours	1 jour	5 jours	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4 295	0.08	1.25	2.16	8.11	14.35	20
Nasdaq	14 520	-0.05	1.74	5.61	9.61	12.66	29
Russell 2000	2 312	0.16	0.39	1.92	4.14	17.09	27
Euro Stoxx 50	4 064	-1.05	-0.29	0.61	3.70	14.40	16
Stoxx 600 EUR	453	-0.77	-0.06	1.36	5.41	13.49	16
FTSE 100	7 037	-0.71	-0.52	0.21	4.82	8.93	13
SMI	11 943	-0.71	0.37	5.10	8.10	11.58	17
NIKKEI 225	28 792	-0.07	-0.29	0.00	0.00	4.91	18
CSI 300 - Chine	5 224	0.65	1.49	0.00	0.00	0.24	14
Indice MSCI EM	1 377	-0.27	1.22	0.07	4.61	6.65	13

Variation des actions en %	Cours	1 jour	5 jours	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4 295	0.08	1.25	2.16	8.11	14.35	20
SERVICES PUBLICS	322	-0.15	-0.19	-2.42	-1.12	0.80	17
ÉNERGIE	406	1.08	-1.48	4.27	9.89	42.05	15
TÉLÉCOM	264	-0.25	0.95	2.69	10.46	19.10	20
CONSO. DE BASE	720	0.54	1.29	-0.70	2.99	3.45	20
IMMOBILIER	279	-0.22	-0.08	3.32	12.93	22.39	49
CONSO. DISCRET.	1 436	0.35	1.26	4.07	7.11	10.26	27
MATÉRIAUX	515	-0.07	0.18	-5.83	4.18	13.10	18
SOINS DE SANTÉ	1 465	-0.29	0.92	1.94	7.72	10.67	16
TECHNO. DE L'INFO.	2 593	-0.16	2.16	6.84	11.23	13.16	25
FINANCIÈRES	610	0.43	1.75	-3.14	7.89	24.46	14
INDUSTRIELLES	864	0.56	0.77	-255	3.83	15.25	20

Variation des devises en %	Cours	1 jour	5 jours	MTD	QTD	YTD
DXY	92.408	0.39	0.66	2.64	-0.88	2.75
JUR-USD	1.1853	-0.37	-0.61	-3.06	1.05	-2.97
USD-JPY	111.05	0.47	0.08	1.32	0.30	7.02
USD-CHF	0.9251	0.44	0.71	2.83	-2.00	4.31
EUR-CHF	1.0965	0.05	0.10	-0.23	-0.95	1.40
GBP-USD	1.3808	-0.20	-1.12	-2.84	0.18	1.01
EUR-GBP	0.8584	-0.16	0.50	-0.22	0.86	-4.11
Indice JP EM FX	57.27	-0.29	-0.02	-0.99	2.01	-1.13

Variation des écarts de rendement à 10 ans	Cours	1 jour	5 jours	MTD	QTD	YTD
États-Unis	1.44	-3	-5	-16	-3	53
Allemagne	-0.21	-4	-3	-2	-4	36
GB	0.72	-2	-6	-8	-2	52
Suisse	-0.22	-4	-3	-6	-4	33
Japon	0.06	-0	0	-3	0	4
Spread IG US	88	0	-2	-4	-10	-14
Spread HY US	230	5	-17	-12	-19	-97
Spread HY EUR	306	-0	-1	-7	-17	-45

Variation en % des matières premières	Cours	1 jour	5 jours	MTD	QTD	YTD
Indice BBG Commo	94.6	1.49	2.54	1190.	13.36	21.19
Gold Spot \$/OZ	1768.1	0.39	-0.60	-7.28	3.53	-6.86
Pétrole brut WTI	73.1	1.04	0.63	11.19	1.04	51.98

Volatilité	Cours	1 jour	5 jours	MTD	QTD	YTD
VIX	16.0	-0.04	-0.34	-0.78	-17.63	-6.77

Source : Bloomberg 30/06/2021

Macro, obligations et taux : le pic d’inflation

Nous voici à la fin du mois de juin, du 2T et du 1S et nous demeurons convaincus d’avoir assisté à un pic de croissance et de craintes inflationnistes. La fin de la relance budgétaire devrait provoquer une baisse de la demande des ménages, une hausse de l’offre et une chute des prix.

M. Powell a de bonnes raisons d’être moins inquiet que le marché à propos de l’inflation, et plus inquiet concernant l’emploi. Nous ne pensons pas que la Fed relèvera ses taux cette année, ni qu’elle compromettra la liquidité des marchés en réduisant les mesures de relance. La baisse attendue du RD des ménages aura un impact nettement plus négatif sur la croissance, les revenus et les bénéfiques.

L’action sur les marchés des matières premières, les cours des matériaux et les bons du Trésor semble en résonance avec le pic de craintes inflationnistes. La perte des aides budgétaire a bien plus d’incidences que supposé. La propension à la dépense des consommateurs s’effondre, leur sentiment et celui des petites entreprises sont pessimistes. Les hausses de prix globales n’apparaissent pas répercutées sur les consommateurs. Ces hausses ont ralenti les dépenses et risquent d’entraîner une perte immédiate de parts de marché.

Les derniers chiffres de l’économie américaine se sont révélés décevants : Ventes automobiles : -7,8 % ; ventes de logements neufs : -5,9 % ; ventes de logements anciens : -0,9 % ; revenu personnel : -2,0 % ; revenu disponible réel : -2,3 % ; les bénéfices hebdomadaires moyens réels en glissement annuel s’établissent à : -2,2 %. Sans surprise, les dépenses réelles des consommateurs dévissent : -0,4 %. Les indicateurs de sentiment s’orientent aussi vers le bas : les projets d’achat de logements se sont effondrés : 114 à 74 (le plus bas depuis 1982) ; projets d’achat d’automobiles : 118 à 87.

Parallèlement, l’épargne privée nette s’est établie à 4,800 mds \$, soit le deuxième plus haut jamais enregistré, contre moins d’un cinquième de cette dernière pour l’investissement net privé au 2T. Comment les taux d’intérêt remonteront-ils sans demande d’argent ?

Les dépôts des 25 plus grandes banques progressent de 16 %, tandis que la croissance des nouveaux crédits diminue à -8 %. Ce sont les pires niveaux de ce cycle. Là encore, les taux d’intérêt peineront à remonter en l’absence de demande d’argent...

Les dépenses publiques en pourcentage du PIB s’élèvent à 30 %. Et le pourcentage des revenus personnels issus des transferts gouvernementaux atteint aussi 30 %.

À 20 000 mds \$, la masse monétaire est de 90 % du PIB (22 000 mds \$). Son taux de croissance s’établit à... 30 %. Un chiffre sans valeur lorsque la vitesse de cette monnaie est la plus faible de cette génération. C’est le multiplicateur monétaire qui compte.

Il est étonnant que les chiffres du PIB ne soient pas plus élevés compte tenu du montant que le gouvernement est prêt à consacrer à ce poste.

Nous identifions 3 grands risques de marché :

1 - le goulot d’étranglement de la chaîne d’approvisionnement et la hausse des prix.

2 - la perte de collatéral sur le marché O/N Repo : Lors de sa dernière réunion du FOMC le 16 juin, la Fed a relevé les taux des prises en pension de 0 % à 0,5 %. Cette évolution s’explique par la volonté du Trésor de réduire l’offre exceptionnelle de ses bons, ce qui est compréhensible puisqu’il ne veut pas payer les bons du Trésor pour racheter sa dette. Les 2 000 mds \$ de bons détenus dans des portefeuilles d’investissement, dont beaucoup ont un rendement S/T de 0 %, ont été prêtés aux hedge funds – une option rentable pour leurs détenteurs, et une source importante de liquidité pour les hedge funds qui ont besoin d’emprunter du collatéral au jour le jour. Car sans collatéral, le risque de marché s’envole. Et avec un collatéral réduit, la liquidité du marché s’assèche et les volumes d’échange d’actions diminuent, ce qui pose évidemment problème.

3 - une résurgence du variant Delta est également une évolution qui peut avoir un effet immédiat sur les tendances de reprise.

Nous espérons qu’aucun de ces événements ne se produira, mais les probabilités ne sont pas nulles.

Actions : mettre ses pas dans ceux des gagnants

À l'heure où nous écrivons, l'indice S&P 500 se maintient à son plus haut historique atteint avant la césure du 4 juillet, à 4 352,34. Il a rarement été si cher : avec un PER de 30, il tutoie les mêmes hautes sphères que lors de la bulle Internet. La situation actuelle est évidemment différente : premièrement, les taux d'intérêt sont extrêmement bas et les taux d'intérêt réels sont négatifs ; et deuxièmement, les entreprises américaines sont très rentables car les marges sont élevées.

Toutefois, il est aussi certain que les prix des actifs financiers doivent beaucoup au soutien du gouvernement et à ses mesures budgétaires, sur fond de politique déjà ultra-accommodante.

Dans ce contexte, les investisseurs sont fondés à conclure qu'une position longue sur les actions représente une proposition de risque plus faible et de rendement plus élevé que la plupart des autres stratégies ajustées du risque pour les investissements dans d'autres classes d'actifs.

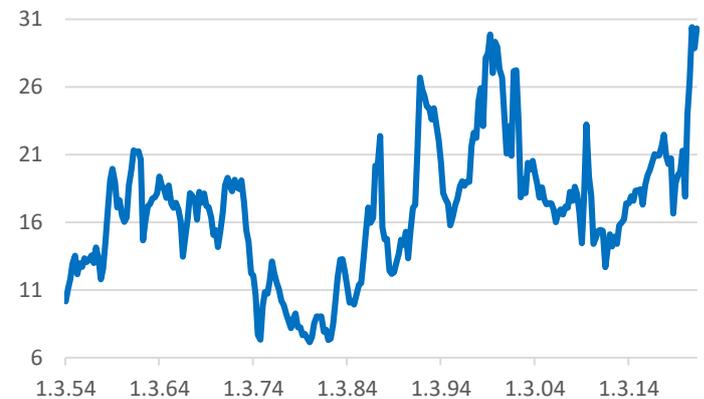
Ce degré d'optimisme rarement atteint se comprend aisément. Les données macroéconomiques américaines restent globalement bonnes et les dernières créations d'emplois hors secteur agricole ont augmenté plus que prévu. Le président de la Fed a déclaré que la lutte contre le chômage est désormais l'objectif principal de la politique monétaire américaine.

Le S&P 500 n'a pas subi de correction de 5 % en huit mois et termine le 2T en hausse de 8,17 %.

Les grandes capitalisations technologiques nous semblent toujours les mieux placées pour gagner des parts de marché dans cette conjoncture bouleversée. À titre d'exemple, les marges bénéficiaires du cloud s'établissent à 30 %. Les petites entreprises au pouvoir d'achat insuffisant sont contraintes de faire face à des hausses de coûts et de maintenir des prix stables pour les clients. Elles craignent une érosion de leurs parts de marché.

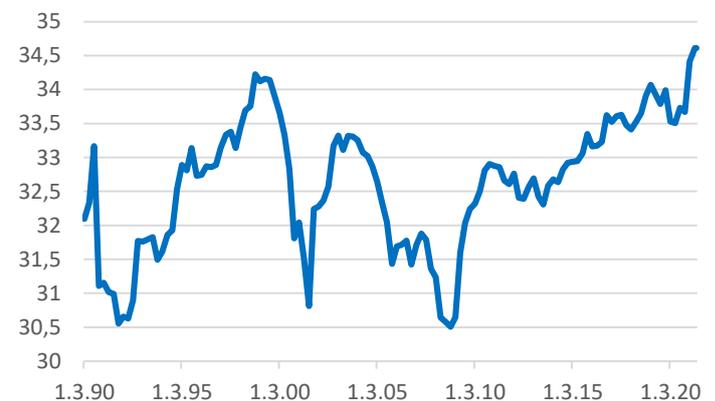
Les banques et les compagnies pétrolières semblent surévaluées, tout comme la reprise en général. Le Nasdaq est en hausse de 12 % depuis que l'Ever Given, un grand porte-conteneurs, a bloqué le canal de Suez en mars. C'est trois fois plus que les matériaux, et ce malgré les rotations sectorielles de cette même période. Nous tablons sur une poursuite de cette surperformance. Achetons tout simplement des entreprises qui ont un pouvoir de fixation des prix et la capacité de demander des concessions à leurs fournisseurs.

Ratio cours/bénéfices du S&P 500

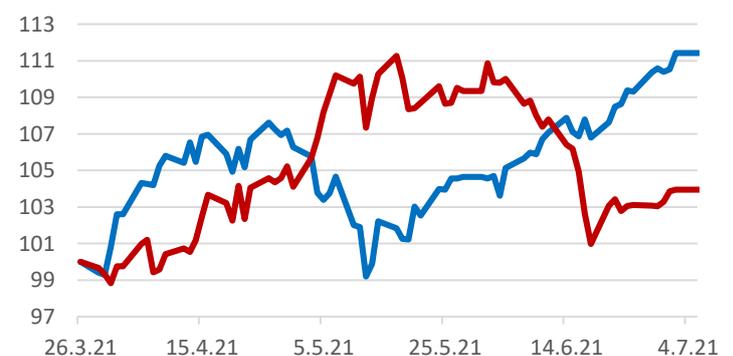


Source : Bloomberg

Marge brute S&P 500 - normalisée



Indice Nasdaq (bleu) vs indice S&P 500 matériaux (rouge) depuis le 26/3/21



Source : Bloomberg

Devises et matières premières : les devises du G3 dans une fourchette étroite

Cette ère d'activisme des banques centrales s'étend au-delà des taux d'intérêt. La mondialisation, si tel est l'objectif, nécessite une bonne gestion des devises. Le yen japonais, la devise refuge de référence de la région Asie-Pacifique, est reparti à la hausse. L'euro fait office de seule devise forte entre l'Orient et l'Occident.

Nous restons d'avis que tout mouvement dans les grandes devises du G-3 de plus de 5 % serait atteint avec une réponse suffisamment élevée pour que les traders dénouent les paris les plus agressifs. Et en toute objectivité, si l'on considère le tableau dans son ensemble, les finances des 3 régions sont-elles si différentes ?

Certains estiment que le déficit commercial américain constitue une exception flagrante et inquiétante à cet égard. Les optimistes du dollar estiment que c'est le prix qu'un pays doit payer en tant que titulaire d'une monnaie de réserve. D'autres pourraient affirmer qu'il s'agit d'un luxe de pouvoir imprimer de l'argent pour faciliter les 2/3 du commerce mondial.

Quoi qu'il en soit, la situation actuelle nous apporte un minimum de confort aux niveaux actuels.

Le trading de devises concerne la performance relative. Les paires de devises évoluent avec une sensibilité beaucoup plus importante que les rendements obligataires et les fluctuations des actions. La raison en est que pour tabler sur le long terme sur un plan, il faut prendre des positions courtes sur un autre. L'un ne peut aller sans l'autre. Comme dans le monde des obligations, l'art du trading de devises consiste à isoler les données responsables de l'évolution des prix, qui fluctuent constamment.

Dans cette optique, prenons en compte les principaux thèmes et l'évolution principale de leurs probabilités de résultats. Si les stratégies de Wall Street sont peut-être un peu trop enthousiastes concernant leur thème de reprise inflationniste, le marché se négocie néanmoins avec précision.

Ne cherchez pas au-delà des rendements réels. Les taux réels à 10 ans, à -1,00 %, ont plongé de 25 pb ce mois-ci et de 55 pb par rapport au plus haut de mars à -55 %. Le 16 février, les rendements réels à 10 ans ont augmenté de 60 pb et ont reculé de -0,55 % au 25 février.

Ces opérations exploitaient la « Peur de l'inflation » ; la vapeur s'est presque totalement renversée. L'autre variante clé à l'heure actuelle est la divergence entre les politiques monétaires.

Le Canada et l'Angleterre, en particulier, s'orientent vers une politique de réduction des achats d'actifs bien plus rapide que celle de la Fed. Le marché anticipe peut-être qu'il sera erroné de supposer que la hausse de l'inflation constitue le grand risque pour leurs économies. Le mois dernier, le dollar canadien et la livre sterling se sont effondrés respectivement de 5 et 4 % face au dollar américain.

La paire la plus importante pour le dollar est celle qu'il forme avec l'euro. La BCE commence à parler de ses intentions de réduire les achats d'actifs dans le même ordre d'idées : cette inflation représente le risque le plus élevé.

Ces craintes peuvent être légitimes, ou peut-être pas. L'avenir nous le dira. Pour l'instant, les investisseurs américains ont clairement adopté un cap différent.

La plupart des analystes partagent la préférence pour le statu quo qui ressort de la politique de la BNS concernant l'ancrage EUR-CHF, qui nous semble judicieuse.

La plupart des investisseurs encourraient de graves risques si l'EUR-CHF était difficile à trouver.

Le ralentissement de la reprise et la baisse des prix pèseront sur les pays en développement axés sur les exportations. Le risque économique dans ces pays s'accroît. Le capital à risque est transféré aux États-Unis.

L'indice des devises émergentes a également reculé de 4 % le mois dernier.

L'environnement global d'aversion au risque est clairement favorable à toutes les devises du G-3. Mais le dollar capte néanmoins la majeure partie des flux. Les flux étrangers vers le marché actions américain ont atteint des niveaux record.

THE ESSENCE

OF FREEDOM



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



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.