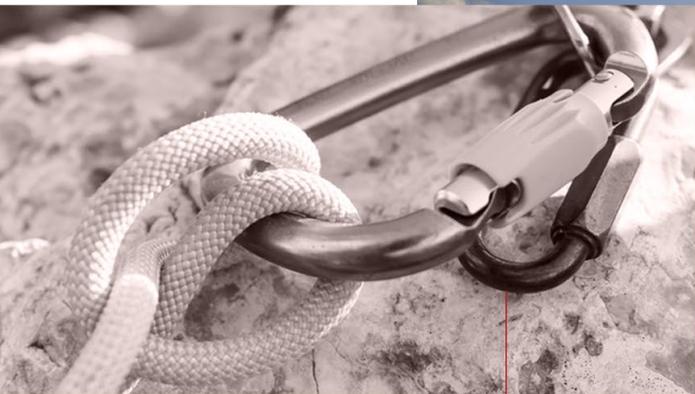


THE ESSENCE

OF FREEDOM



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

Points clés

- Les principaux indices américains ont atteint de nouveaux plus hauts historiques, tandis que la structure du marché suscite des questions
- L'ampleur du marché diminue alors que certains géants technologiques assoient peu à peu leur domination. La pondération d'Apple, Microsoft, Google et Amazon au sein de l'indice S&P 500 s'élève désormais à 24,25 % alors qu'elle était de 18 % fin 2019
- La rotation en faveur des valeurs de croissance a pesé sur les actions sous-évaluées
- Les marchés émergents semblent peu onéreux, mais la Chine doit d'abord se stabiliser
- La pandémie s'accélère alors que la quatrième vague (variant Delta) touche les pays du monde entier, assombrissant ainsi les perspectives économiques à court terme
- Les indices PMI et les ventes de détail se sont repliés, tandis que la production industrielle retrouve les niveaux qu'elle affichait avant la pandémie
- Alors que certaines allocations chômage liées à la Covid-19 ne seront plus distribuées à partir de septembre, la Fed reste conciliante, Jerome Powell indiquant que le plein emploi demeure la priorité absolue de l'institution
- L'économie américaine ralentit en raison des pertes d'emploi ou des démissions. La Fed en est consciente et les mesures de relance vont se poursuivre
- Le marché obligataire fait l'objet d'une offre soutenue. Les rendements restent faibles malgré une hausse récente et les spreads de crédit affichent toujours des niveaux historiquement serrés
- Le dollar conserve son privilège exorbitant et sa position dominante dans le système financier mondial. Mais l'absence de contraintes vis-à-vis du dollar et d'autres devises s'est traduite par une explosion de la dette mondiale
- Nous anticipons un rebond des devises hors USD jusqu'à ce que nous ayons une idée plus précise quant à l'intention de la Fed de réduire ses achats d'obligations
- L'or semble attractif en dessous de 1 750 USD et l'argent peut être acheté aux prix actuels
- 50 ans depuis Bretton Woods et la fameuse décision du gouvernement américain de suspendre la convertibilité du dollar américain en or, le dollar ayant alors été fixé à 35 dollars l'once d'or

Analyse : août 2021

En août, l'appétit pour le risque s'est poursuivi et la plupart des grands indices actions ont clôturé le mois en hausse : le Nasdaq a progressé de 4,31 %, le S&P 500 de 3,04 % et l'indice Euro Stoxx 50 de 4,01 %. Les actions des marchés émergents ont en moyenne progressé de 2,4 %, mais l'indice Hang Seng chinois est resté stable.

L'indice FTSE 100 et les petites capitalisations représentées par le Russell 2000 ont figuré parmi les plus mauvaises performances du mois d'août, avec respectivement 1,24 % et 1,79 %.

Sur le plan sectoriel, les télécommunications ont été le secteur le plus performant, clôturant le mois en hausse de 5,75 %. Les services aux collectivités, l'immobilier et les valeurs financières ont également progressé de plus de 4 %. L'énergie a été le secteur le moins performant avec une baisse de 3,65 % en août.

Le dollar a continué de faire l'objet d'une demande soutenue et a grimpé à 1,1664 au cours du mois, terminant le mois en hausse d'un demi-point de pourcentage par rapport à l'euro. En revanche, la livre sterling est restée faible, reculant de 1 % par rapport au dollar.

Au sein de l'univers obligataire, le mois d'août a marqué un tournant pour les rendements « core », qui accusaient un repli depuis les plus hauts atteints en mars : Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a augmenté de 6 pb, tandis que celui des Bunds allemands à 10 ans s'est apprécié de 8 pb. Au Royaume-Uni, ce mouvement a été encore plus marqué, avec une hausse de 15 pb du rendement des Gilts britanniques. Cela a eu un impact globalement négatif sur les obligations. En outre, les spreads de crédit se sont également creusés au cours des trois premières semaines du mois, ce qui a accentué la pression sur les obligations, avant de clôturer le mois en baisse de 11 pb (haut rendement américain) et de 4 pb (haut rendement européen).

La Chine, qui achète peu de matières premières, dicte les prix. Alors que le principal acheteur ralentit la cadence, les prix se replient.

L'indice Bloomberg Commodity a terminé le mois en baisse de 30 pb. Le pétrole a enregistré le recul le plus prononcé, le WTI cédant 7,36 % sur la période. À l'inverse, l'or est resté stable, mais a souffert d'un « krach éclair » en début de mois, le métal jaune reculant de plus de quatre points de pourcentage en deux jours.

La volatilité des marchés actions, mesurée par l'indice VIX, s'est rapprochée des 15 % après avoir temporairement atteint les 25 %, clôturant ainsi le mois en baisse de près de 10 %.

Actions - Variation en %	Prix	1 jour	5 jours	MTD	QTD	YTD	P/E EST
S&P 500	4 530	0,15	0,74	3,04	5,40	20,59	21
Nasdaq	15 359	0,66	2,11	4,31	5,90	19,17	29
Russel 2000	2 276	0,11	1,65	1,79	-1,48	15,27	25
Euro Stoxx 50	4 227	0,74	1,10	2,68	4,01	18,99	16
Stoxx 600 EUR	473	0,48	0,27	1,97	4,48	18,57	00
FTSE 100	7 150	0,42	0,33	1,24	1,59	10,67	00
SMI	12 433	0,17	0,55	2,64	4,10	16,16	18
NIKKEI 225	28 451	1,29	2,62	2,95	-1,18	3,67	16
CSI 300 China	4 869	1,33	-0,59	-0,02	-6,79	-6,56	13
Indice MSCI EM	1 309	1,81	2,62	2,40	-4,80	1,35	13

Actions - Variation en %	Prix	1 jour	5 jours	MTD	QTD	YTD	P/E EST
S&P 500	4 530	0,15	0,74	3,04	5,40	20,59	21
SERV. AUX COLL.	351	1,09	0,79	4,08	9,04	9,90	20
ÉNERGIE	357	-1,49	-2,31	-3,65	-12,40	24,71	12
TÉLÉCOM.	289	0,67	2,57	5,75	9,27	30,16	20
CONS. DE BASE	750	0,29	0,84	2,08	3,98	7,76	20
IMMOBILIER	302	1,39	4,19	4,43	8,87	32,52	100
CONS. CYCLIQUE	1 473	0,34	1,81	1,73	2,88	13,09	26
MATÉRIAUX	535	-0,32	-0,18	2,66	3,44	17,36	17
SANTÉ	1 566	-0,51	-0,60	2,12	6,57	18,24	17
TECH. DE L'INFO	2 801	0,55	1,41	3,84	7,97	22,26	26
VAL. FINANC.	634	-0,49	-1,29	4,44	3,85	29,30	15
VAL. INDU.	878	-0,43	-0,60	1,29	1,34	17,12	20

Devises - Variation en %	Prix	1 jour	5 jours	MTD	QTD	YTD
DXY	92,456	-0,18	-0,40	0,48	0,02	2,80
EUR-USD	1,1851	0,36	0,67	-0,51	-0,06	-2,99
USD-JPY	110,03	0,01	0,01	0,27	-0,98	6,16
USD-CHF	0,9146	-0,05	0,07	1,01	-1,14	3,21
EUR-CHF	1,0839	0,29	0,76	0,55	-1,20	0,25
GBP-USD	1,3789	0,25	0,19	-1,07	-0,30	0,87
EUR-GBP	0,8594	0,11	0,49	0,56	0,26	-3,99
Indice JP EM FX	57,09	0,33	1,37	0,35	-0,28	-1,44

Rendement 10 ans - Variation en pb	Prix	1 jour	5 jours	MTD	QTD	YTD
ÉTATS-UNIS	1,30	-1	-4	6	-16	39
Allemagne	-0,37	1	5	8	-17	20
ROYAUME-UNI	0,69	-2	10	15	-2	50
SUISSE	-0,31	1	3	5	-9	24
Japon	0,03	1	1	0	-3	1
Spread IG US	95	-1	-3	1	8	-7
Spread haut rend. US	254	-3	-21	11	26	-73
Spread haut rend. EUR	320	-4	-6	-4	11	-31

Mat. prem. - Variation en %	Prix	1 jour	5 jours	MTD	QTD	YTD
Indice BBG Commo	95,8	-0,18	1,11	-0,30	1,34	22,75
Or au comptant \$/once	1815,1	0,08	1,35	-0,06	2,54	-4,39
Pétrole brut WTI	67,8	-1,08	-0,95	-7,36	-7,77	39,65

Volatilité	Prix	1 jour	5 jours	MTD	QTD	YTD
VIX	16,0	-0,46	-0,77	-9,60	1,20	-6,73

SOURCE : BLOOMBERG, 01.09.2021

Macro, obligations et taux : Normalisation de la croissance

Cela fait exactement 50 ans que Richard Nixon a décidé de suspendre la convertibilité du dollar américain en or. Cette action a démantelé le système monétaire de Bretton Woods, qui prévoyait que les banques centrales étrangères puissent échanger leurs réserves excédentaires de dollars américains contre de l'or physique du Trésor américain. Contrairement à aujourd'hui, les États-Unis étaient confrontés à un déficit croissant de la balance des paiements avec les économies étrangères les plus puissantes. Le dollar commençait alors à perdre de sa valeur en raison notamment des dettes engagées dans les efforts consentis lors de la guerre du Vietnam. Les positions en dollar importantes des gouvernements européens se dépréciaient fortement.

La Bundesbank a alors été contrainte de mettre en place le flottement du Deutschemark. Craignant une dévaluation massive du dollar, la France et le Royaume-Uni ont exigé qu'ils puissent convertir leurs positions en dollar importantes en or. Selon les accords de Bretton Woods, ils étaient en droit de faire une telle demande, qui a été acceptée. Depuis, le dollar est devenu une monnaie fiduciaire. La pandémie et les réalités économiques du financement des mesures de confinement et des ralentissements se feront encore plus ressentir au cours de l'année à venir.

Nous devons rester humbles vis-à-vis de ce que nous savons et de ce que nous ne savons pas sur la pandémie. Les anecdotes nous disent ce que les données ne peuvent pas : Les personnes vaccinées semblent contracter le coronavirus à un rythme étonnamment élevé. Mais exactement à quelle fréquence cela se produit n'est pas clair, ni la certitude selon laquelle ils pourraient propager le virus à d'autres personnes.

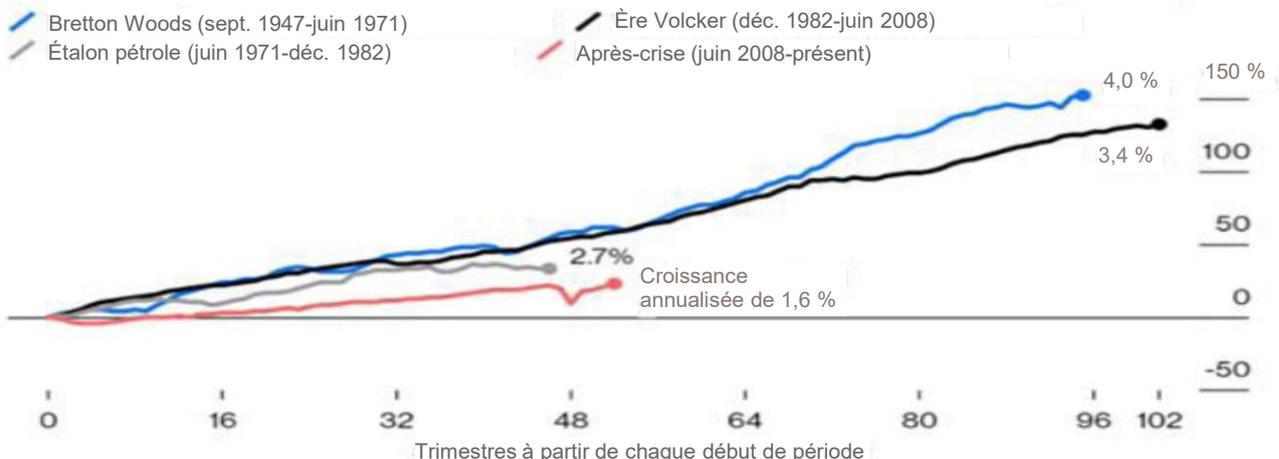
Cette incertitude représente la plus grande menace pour la reprise économique. Le gouvernement ne peut répondre qu'avec les informations qu'il a à sa disposition. Il a reçu jusqu'alors des données contradictoires et continuera d'obtenir des informations qui ne sont pas claires. La population reste préoccupée et ne souhaite pas retourner au travail.

L'indice de mobilité de la Fed de Dallas est négatif depuis mars 2020 et il ne cesse de reculer dans les grands centres urbains – dans les États les plus peuplés. Le taux national d'occupation des bureaux est inférieur de 32 % aux niveaux affichés avant la pandémie. Il s'établit à 22 % à New York, à 29 % à Chicago, à 28 % à Los Angeles et à 19 % à San Francisco.

Selon une enquête du New York Times, 25 % des ménages new-yorkais ayant des enfants leur feront cours à domicile au cours de cette année scolaire. D'autres enquêtes similaires indiquent que 25 % des collaborateurs de plus de 55 ans ne retourneront pas sur leur lieu de travail. 35 % des femmes actives ne retourneront pas travailler en présentiel, tandis que les jeunes actifs de 25-30 ans déclarent être uniquement intéressés par des emplois facilitant le télétravail. Ce groupe est d'ailleurs la deuxième catégorie la moins vaccinée de l'ensemble de la population, après les minorités.

50^e anniversaire de la fin de l'étalon-or

Les États-Unis ont connu leur expansion après-guerre la plus importante grâce aux
La croissance économique depuis la crise financière mondiale est plus faible que dans les années 1970



Source : U.S. Bureau of Economic Analysis via Bloomberg
Remarque : Croissance du PIB en dollars enchaînés (2012).

Source : Goldman Sachs

Macro, obligations et taux : Normalisation de la croissance

Sur le marché obligataire, les taux sont restés stables. À l'échelle mondiale, les taux devraient certainement reculer parallèlement aux anticipations d'inflation, à mesure que les revenus des ménages et les dépenses des ménages baisseront.

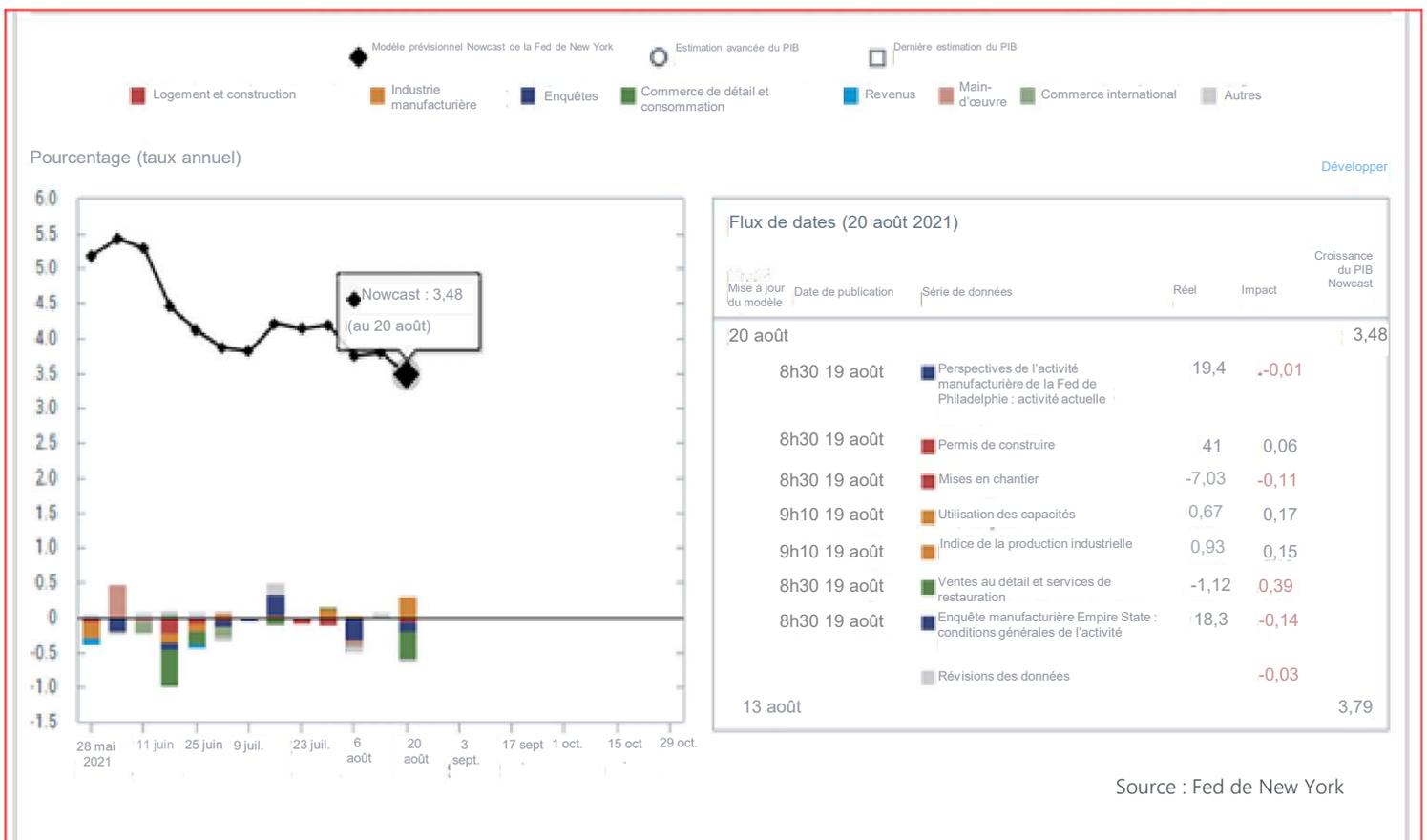
Le marché des bons du Trésor est le marché le plus important et le plus liquide au monde. En 2020, les bons du Trésor américain se sont négociés à plus de 600 milliards de dollars par jour, un chiffre largement supérieur aux 450 milliards de dollars négociés sur le marché actions américain. Ce nombre est indépendant des énormes montants notionnels qui se négocient sur des contrats à terme et d'autres produits dérivés. La portée du marché des bons du Trésor est considérable. Depuis des décennies, les acteurs sophistiqués du marché ont considéré les bons du Trésor comme le moyen le plus efficace et le plus rapide d'interpréter les données macroéconomiques des marchés émergents. Le marché des bons du Trésor est jugé comme étant la principale source de fluctuations du marché, tandis que les autres marchés et les prix des actifs ont tendance à imiter son évolution. Les rendements des bons du Trésor ne sont pas influencés par l'inflation ou par l'assouplissement quantitatif de la Fed. Ils sont valorisés en fonction de l'évolution du cycle économique. Si la croissance est réelle et durable, les taux augmenteront.

Les transferts publics à grande échelle et l'assouplissement quantitatif contribuent à l'augmentation de la masse monétaire, mais les économistes ont prouvé que les mesures monétaires et budgétaires sont largement inefficaces pour stimuler l'activité économique, en raison de l'endettement excessif aux États-Unis et dans la plupart des grandes puissances économiques étrangères. Il est également prouvé que le bénéfice de la relance budgétaire financée par la dette disparaît sous le poids de la dette.

Le résultat macroéconomique est que les fonds sont transférés vers des secteurs de l'économie qui sont les moteurs les moins productifs de la croissance économique, au détriment de ceux ayant des ratios plus élevés. La crainte d'une pandémie, l'augmentation de la dette et le caractère non productif des moyens de subsistance subventionnés réduisent la capacité de l'économie à croître.

La croissance du PIB devrait s'essouffler vers la fin de l'année

Calcul en temps réel du PIB américain et de ses différentes composantes par la Fed de New York



Actions : la domination et la consolidation des valeurs technologiques se poursuivent

La structure du marché actions est fragile. Son ampleur se dégrade, les petites capitalisations sous-performent les grandes capitalisations, les valeurs de croissance surperforment les actions sous-évaluées et le Dow Transports sous-performe le Dow. Le nombre de titres ayant atteint de nouveaux plus bas sur 52 semaines est supérieur à ceux qui ont atteint des plus hauts sur 52 semaines. Ce phénomène s'est déjà produit et n'est pas sans précédent dans les marchés baissiers observés dans le passé. Toutefois, le SPX a de nouveau atteint un plus haut historique, ce qui rend ce phénomène très inhabituel.

Ce n'est pas tout. La consolidation de l'activité aux États-Unis s'accélère à un rythme effréné. Dix banques américaines contrôlent 60 % des actifs financiers. Verizon, AT&T et T-Mobile contrôlent 98 % du marché des services mobiles ; quatre compagnies aériennes contrôlent les deux tiers du marché des voyages ; et presque tous les céréales, les bonbons, les produits alimentaires à grignoter ou les sodas sont détenus par un conglomérat mondial plus important.

Aussi vrai et étonnant qu'il s'agisse, ce qu'il se passe dans le segment des grandes capitalisations technologiques est plus qu'inhabituel, c'est historique

Le segment des technologies de l'information est le secteur économique qui connaît la croissance la plus rapide, qui est le plus rentable et qui est le plus consolidé.

<AAPL>, <MSFT>, <GOOG>, <AMZN> et <FB> sont dans une position qui pourrait leur permettre de dominer complètement l'économie américaine une fois la pandémie terminée. Avec une capitalisation boursière combinée de 9 700 milliards de dollars, elles représentent désormais 24,25 % de la capitalisation boursière du S&P 500 (40 000 milliards de dollars). Fin 2019, cette part était de 18 %. Depuis, les actions de chacune de ces entreprises ont progressé d'au moins 70 %, car elles offrent un moyen d'investir dans les secteurs les plus performants de l'économie mondiale. Il s'agit de la transformation numérique, du *cloud computing*, des communications, du divertissement, de la santé, de la finance et de l'éducation. Sans oublier le commerce en ligne et la logistique liée au transport. Les entreprises se tournent de plus en plus vers le *cloud* pour leurs services informatiques et ces cinq géants ont les meilleurs modèles économiques de la planète. Ces sociétés dominent les tendances de consolidation de l'économie. Elles sont très intelligentes, ont de très bonnes relations avec le gouvernement et peuvent dépenser des montants considérables pour capter des parts de marché afin de consolider leur position vis-à-vis des entreprises américaines et internationales.

Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon et Facebook représentent désormais près d'un quart de la capitalisation boursière totale du S&P 500



Source : Arbor Research

Devises et matières premières : l'USD évolue dans une fourchette étroite

Très peu de choses sont à signaler ce mois-ci : l'indice du dollar américain a connu un troisième trimestre solide (+2,65 %) et un bon mois d'août (+2 %).

Le plus haut atteint le 20 août 2021 (93,73) est un sommet sur l'année et depuis novembre dernier. Il reste toutefois largement inférieur au plus haut affiché durant la pandémie (102,99). Il se situe dans une fourchette par rapport à ses principaux partenaires commerciaux, et devrait y rester. Une fourchette comprise entre 95,00 et 90,00.

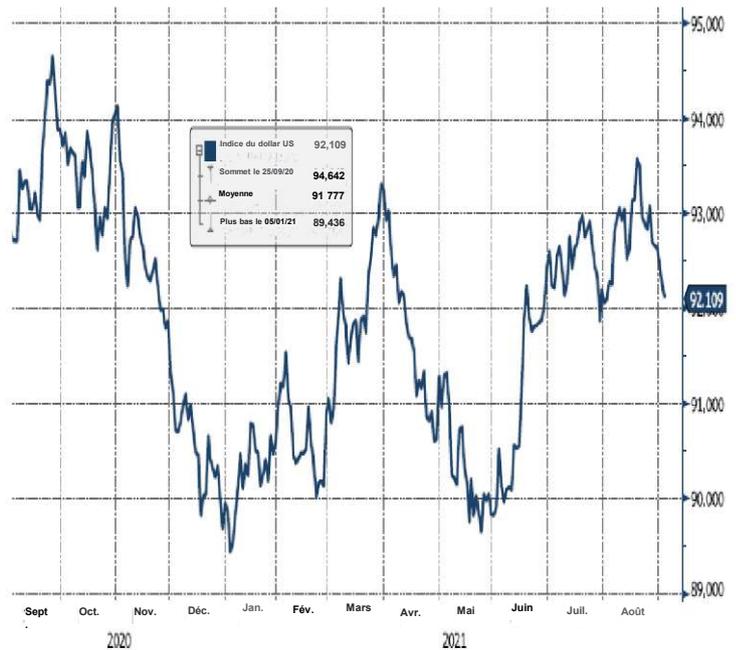
La situation s'est inversée en juillet, avec un bond de 4,8 % de l'or lié au fléchissement du dollar et à la chute des rendements réels à leurs plus bas niveaux historiques (inférieurs aux niveaux les plus bas atteints en mars 2020 lors de la pandémie).

De toute évidence, l'or progresse en raison du repli du dollar et de la conviction des investisseurs selon laquelle la Fed maintiendra son soutien à l'économie américaine, les données concernant la croissance étant très éloignées des prévisions. Si nos arguments se vérifient, les rendements réels atteindront de nouveaux sommets. À mesure que les rendements réels baisseront, les actifs réels augmenteront.

Le CRB (indice des matières premières) a atteint un plus haut sur six ans le 29 juillet 2021 (211,24), soit une hausse de 117 % par rapport au plus bas enregistré lors de la pandémie (101,20). Nous ne nous inquiétons pas de cela dans ce cycle. Le sommet atteint par le CRB était de 473 au début de la crise financière mondiale de 2008.

Jerome Powell a raison de le laisser progresser jusqu'à ce que l'économie se rapproche de la stabilisation, ce qui devrait prendre quelques années encore. D'ici là, le potentiel de l'économie sera nettement plus faible. La baisse des revenus des particuliers, du revenu disponible et de la demande des consommateurs se produira tôt ou tard, et celle-ci permettra de réduire les prix des produits alimentaires, de l'énergie et des matériaux.

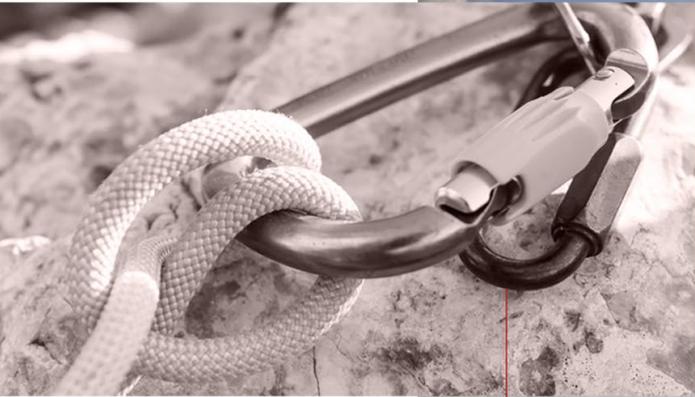
PÉTROLE – *Le prix du pétrole est historiquement déterminé par ce qui a été produit. Aujourd'hui, il semble qu'il soit déterminé par la quantité achetée par la Chine et par le danger que représente une sortie du golfe Persique. Ce n'est pas un contexte facile pour comprendre l'évolution future de l'or noir.*



Source : Bloomberg



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 destiné 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.