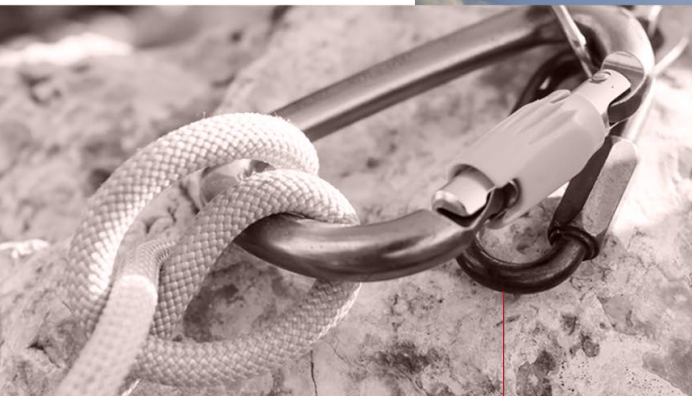


THE ESSENCE



OF FREEDOM



1. Macroéconomie et taux
2. Obligations
3. Actions
4. Devises et matières premières

Points clés

- Malgré une solide dynamique de croissance du PIB en octobre, des signes de décélération commencent à apparaître
- Dans l'ensemble, la légère baisse du taux de chômage et la hausse modérée des salaires pourraient continuer à améliorer la situation du marché du travail
- Les anticipations d'inflation remontent fortement et les indices PCI grimpent à un rythme plus rapide que prévu. L'orientation des anticipations d'inflation reste l'une des principales préoccupations du marché
- Les principaux dangers pour le marché ces prochains mois restent le variant Delta, une nouvelle poussée d'inflation et la politique des banques centrales
- Le rendement des bons du Trésor à 10 ans est proche de la limite supérieure de la fourchette récente, tout en restant inférieur aux niveaux d'avant la pandémie. La partie longue de la courbe des taux américaine s'est inversée, ce qui pourrait augurer d'un ralentissement du marché
- Bien que dopées par des résultats meilleurs que prévu des entreprises, les actions se rapprochent à nouveau de niveaux onéreux. Cependant, face à l'absence d'alternatives, nous restons optimistes à l'égard de la classe d'actifs.
- La pression constante sur la paire EUR/USD, qui a évolué en phase avec l'écart de taux d'intérêt, pourrait dénoter une juste valeur de l'USD par rapport à l'EUR aux niveaux actuels
- L'inflation transitoire et son impact sur l'orientation des taux d'intérêt réels sont aujourd'hui incertains et provoquent trop d'effervescence. Il est ainsi difficile de prévoir l'orientation de l'or
- L'énergie sous forme de pétrole et de gaz naturel a fortement augmenté. Toutefois, compte tenu de la saisonnalité et d'enjeux spécifiques liés à l'offre, il y a lieu de supposer que les prix de l'énergie ont atteint leurs plus hauts pour le moment

Analyse : Octobre 2021

Envolée du marché

En octobre, le marché a clôturé le mois dans le vert, la plupart des indices ayant gommé la correction enregistrée en septembre. Les meilleures performances mensuelles ont concerné le NASDAQ (+7,26 %) et le S&P500 (+6,91 %). Malgré quelques revers les 5 derniers jours du mois, les marchés émergents et la Chine ont légèrement progressé (+0,93 % et +0,55 % respectivement).

Le CSI 300 China et le MSCI EM restent les 2 seuls indices qui enregistrent un repli sur l'année en cours.

Sur le plan sectoriel, les principaux bénéficiaires de la hausse des actions ont été la consommation discrétionnaire (+10,91 %) et l'énergie (+10,18 %). Les matériaux, secteur le moins performant le mois précédent, ont progressé de +7,60 %. L'immobilier s'est aussi fortement redressé avec un gain de 7,46 % sur le mois. Enfin, les télécommunications ont enregistré la plus faible progression (+2,65 %).

Malgré le repli de l'indice du dollar (-0,02 % sur le mois), l'USD a poursuivi sa hausse par rapport à l'euro et au yen japonais (EURUSD -0,19 % et USDJPY +2,65 %). Seuls le franc suisse et la livre sterling ont été plus fermes que le billet vert. Les monnaies des marchés émergents ont à nouveau souffert, comme en témoigne le recul de 0,78 % de l'indice JP Morgan.

Le mois d'octobre a également été marqué par la hausse des rendements des bons du Trésor, nettement moins prononcée qu'en septembre cependant.

En témoignent les bons du Trésor américain à 10 ans (+7 pb), le Bund allemand à 10 ans (+9 pb) ou les obligations suisses à 10 ans, dont le rendement a le plus augmenté (+13 pb).

Les spreads des obligations d'entreprise se sont creusés aux États-Unis et en Europe (+3 pb pour le crédit IG américain, +12 pb pour le crédit HY américain et +15 pb pour le crédit HY européen).

Enfin, dans le secteur de l'énergie, le pétrole a bondi de 11,38 % et le BBG Commodity Index a progressé de 2,30 %. L'or est resté ferme (+1,51 %).

La volatilité, à l'aune de l'indice VIX, a fortement diminué, ce qui est logique dans cet environnement positif, et a clôturé le mois à 16,3 %.

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,605	0.19	1.33	6.91	6.91	22.61	20
Nasdaq	15,498	0.33	2.70	7.26	7.27	20.25	28
Russell 2000	2,297	-0.03	0.26	4.21	4.21	16.32	25
Euro Stoxx 50	4,251	0.39	1.47	5.00	5.00	19.65	15
Stoxx 600 EUR	476	0.07	0.77	4.55	4.55	19.17	16
FTSE 100	7,238	-0.16	0.46	2.13	2.13	12.03	12
SMI	12,108	-0.37	0.43	4.00	4.00	13.12	17
NIKKEI 225	29,647	2.61	3.66	0.66	0.66	8.03	17
CSI 300 China	4,893	-0.32	-1.74	0.55	0.55	-6.11	13
MSCI EM Index	1,265	-0.89	-2.51	0.93	0.93	-2.05	11

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,605	0.19	1.33	6.91	6.91	22.61	20
UTILITIES	340	-0.63	-0.53	4.70	4.70	6.51	19
ENERGY	436	-0.67	-0.77	10.18	10.18	52.44	12
TELECOM	275	0.83	2.04	2.65	2.65	23.98	17
CONS STAPLES	741	-0.12	0.05	3.71	3.71	6.43	20
REAL ESTATE	299	-1.19	0.30	7.46	7.46	31.12	47
CONS DISCRET	1,586	-0.02	3.98	10.91	10.91	21.74	29
MATERIALS	534	-0.50	0.32	7.60	7.60	17.27	17
HEALTH CARE	1,559	0.95	1.62	5.08	5.08	17.77	17
INFO TECH	2,837	0.43	1.97	8.12	8.12	23.81	26
FINANCIALS	669	-0.43	-0.90	7.12	7.12	36.43	15
INDUSTRIALS	883	0.00	-0.28	6.83	6.83	17.85	20

Currency % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
DXY	94.212	0.09	0.43	-0.02	-0.02	4.75
EUR-USD	1.1558	0.00	-0.43	-0.19	-0.19	-5.39
USD-JPY	114.32	0.32	0.53	2.65	2.65	9.68
USD-CHF	0.9168	0.08	-0.34	-1.63	-1.63	3.45
EUR-CHF	1.0596	0.12	-0.79	-1.79	-1.79	-2.03
GBP-USD	1.3669	-0.10	-0.71	1.45	1.45	-0.01
EUR-GBP	0.8456	0.12	0.26	-1.62	-1.62	-5.70
JP EM FX Index	54.81	-0.00	-0.83	-0.78	-0.78	-5.38

10 yr Yield Bps Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
US	1.56	1	-7	7	7	65
Germany	-0.11	3	-0	9	9	46
UK	1.03	3	-11	1	1	84
SWITZERLAND	-0.03	6	1	13	13	52
Japan	0.09	-1	-1	2	2	7
US IG Spread	95	2	1	3	3	-7
US High Yield spread	268	3	12	12	12	-59
EUR High Yield spread	343	-2	-12	15	15	-8

Commodity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
BBG Commo Index	103.1	-0.27	-2.61	2.30	2.30	32.06
Gold Spot \$/OZ	1783.5	0.01	-1.34	1.51	1.51	-6.05
Crude Oil WTI	83.6	0.92	-1.23	11.38	11.38	72.24

Volatility	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
VIX	16.3	-0.27	0.83	-29.73	-29.73	-6.49

Source: Bloomberg 01.11.2021

Macroéconomie et taux : Une inflation passagère ?

La reprise de la croissance du PIB après la pandémie se poursuit dans le monde entier. Toutefois, des signes de normalisation apparaissent dans certains pays comme les États-Unis et la Chine.

De fait, aux États-Unis, le PIB réel a progressé à un rythme annuel de 2 % au 3T21, contre 2,6 % prévu par les analystes, marquant un net ralentissement après des gains solides en début d'année. Cette faiblesse s'explique par une décélération marquée des dépenses des ménages, qui n'ont progressé que de 1,6 %, ainsi que par le ralentissement de la construction de logements et l'aggravation du déficit commercial. La baisse des ventes automobiles à elle seule a fortement pesé sur le PIB, et la rotation vers les services s'est poursuivie à un rythme plus lent. Bien que les problèmes liés aux chaînes d'approvisionnement puissent perdurer en 2022, les données récentes confirment que la dynamique économique commence à s'accélérer. Les indices PMI flash d'octobre ont globalement mieux résisté que prévu sur une base composite. Celui du secteur manufacturier a reculé plus que prévu à 59,2, mais l'indice du secteur des services a fortement rebondi de 48,2 à 54,9.

La situation sur le marché de l'emploi continue de s'améliorer malgré quelques perturbations.

Le rapport sur l'emploi du mois de septembre a été à la fois moins bon et plus chaud que prévu. L'économie américaine n'a créé que 194 000 emplois hors secteur agricole, bien en deçà des attentes. Toutefois, ce chiffre décevant a été contrebalancé par une révision à la hausse de 169 000 des créations de postes pour les deux mois précédents, une baisse du taux de chômage de 5,2 % à 4,8 % et une légère augmentation de la durée moyenne de travail hebdomadaire. En outre, le déficit de créations d'emplois s'est concentré dans le secteur de l'éducation publique, tandis que les secteurs sensibles au COVID-19 ont créé des emplois. Surtout, les salaires continuent d'augmenter avec une hausse de 0,5 % sur un mois et de 5,5 % en glissement annuel.

L'inflation et les anticipations d'inflation restent les principaux risques pour les marchés financiers. Les goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement, la hausse des coûts de la main-d'œuvre et la hausse des prix des matières premières pourraient entraîner une hausse des prix plus pérenne et moins transitoire au niveau mondial. Cela pourrait conduire à des ajustements préventifs de la politique monétaire des banques centrales.

Aux États-Unis, l'inflation a largement dépassé l'objectif de 2 % du FOMC, l'indice général PCE des prix à la consommation ayant grimpé de 0,3 % sur un mois et de 4,4 % en glissement annuel en septembre. Le déflateur PCE sous-jacent de la consommation a quant à lui progressé à +0,2 % sur un mois et +3,6 % en glissement annuel. Le rapport IPC de septembre a montré que les prix à la consommation ont repris un rythme d'augmentation plus rapide, les sources d'inflation plus durables étant désormais en train de s'accélérer. L'inflation IPC totale du mois de septembre a progressé de 0,4 % sur un mois et de 5,4 % en glissement annuel, principalement sous l'effet de la hausse des prix de l'alimentation et du logement. De nouvelles hausses des coûts de l'habitat, qui représentent un tiers de l'indice global, pourraient alimenter l'inflation dans les mois à venir.

La bonne nouvelle est que le marché anticipe déjà des ajustements de politique monétaire extrêmes sans pour autant porter atteinte aux places boursières.

Aux États-Unis, il semble qu'une très grande partie de ces ajustements soit prise en compte pour le second semestre de l'an prochain. En supposant que le taux effectif des Fed Funds reste à leur niveau actuel de 0,08 %, le marché anticipe 40 pb de hausse d'ici septembre de l'an prochain et un peu plus de 60 pb d'ici la fin de l'année. Pour rappel, les projections (« dot plots ») de septembre ne recensaient que trois membres du FOMC projetant un niveau de 0,625 % pour les taux.

Dans des pays comme le Canada, les anticipations sont encore plus extrêmes, le marché des *Bankers' Acceptance Futures* intégrant une hausse de 150 pb des taux d'ici la fin de l'an prochain. Des ajustements musclés de même ampleur sont observés en Australie et au Royaume-Uni.

À terme, le ralentissement de la croissance du PIB mondial, les ajustements modérés des politiques monétaires et le temps nécessaire pour réduire les goulets d'étranglement et les pénuries devraient contribuer au ralentissement de l'inflation l'an prochain.

Nous identifions 3 risques majeurs susceptibles de retarder le retour aux conditions économiques d'avant la pandémie :

- *Le variant Delta et les lenteurs dans le déploiement mondial des vaccins pourraient ralentir la réouverture de l'économie.*
- *L'inflation pourrait s'envoler à moyen terme.*
- *Des politiques monétaires et budgétaires extrêmement accommodantes pourraient conduire à un cycle d'expansion-récession.*

Obligations : inflation transitoire ou non ?

Que nous dit le marché obligataire ? L'examen du niveau des taux américains à 10 ans ne révèle aucune évolution spectaculaire. Le rendement des bons du Trésor à 10 ans s'établit à environ 1,6 %, encore loin des niveaux pré-pandémiques de 2 % et des plus hauts précédents aux alentours de 3,2 %. Toutefois, si l'on regarde le rendement total des bons du Trésor à 10 ans depuis le début de l'année, la situation est différente : avec -4,5 % en cumul annuel c'est l'une des pires performances depuis 1973.

De fait, deux théories s'affrontent. Bien que la plupart des observateurs continuent de penser que l'inflation actuelle restera transitoire et est sur la voie de la normalisation, d'autres y voient un changement plus structurel. Les contrats à terme sur les Fed Funds anticipaient en mars dernier une première hausse des taux en janvier 2023. Désormais, ils tablent sur une première hausse des taux en juillet 2022, suivie de relèvements en décembre 2022, mars 2023 et juillet 2023. Les anticipations de rehaussement des taux sont fortement remontées ces six derniers mois.

Parallèlement, les prévisions concernant l'inflation PCE sous-jacente augmentent également de façon générale. Les prévisions d'inflation de la Fed pour 2021 sont passées de 1,5 % en juin 2020 à 3,7 % en septembre de cette année.

Une récente enquête menée par Bank of America auprès des gérants de fonds révèle que la part des répondants estimant que l'inflation actuelle est transitoire est tombée de 69 % à 58 % récemment. Le marché et les prévisionnistes attribuent une probabilité plus élevée à une hausse prolongée de l'inflation.

Que pouvons-nous en conclure ? Il faut probablement admettre que nous avons tous sous-estimé la durée de la flambée d'inflation. Cela veut-il dire que nous amorçons une période d'inflation structurellement plus élevée ? Pas nécessairement. Les ménages américains ont reçu des aides financières et l'accroissement de la demande se heurte à la pression que connaissent les chaînes d'approvisionnement.

Les prix des matières premières dépeignent également une situation mitigée. Si l'énergie est chère, d'autres matières premières ont récemment amorcé un repli sous l'effet du ralentissement de l'économie dans certaines régions du monde.

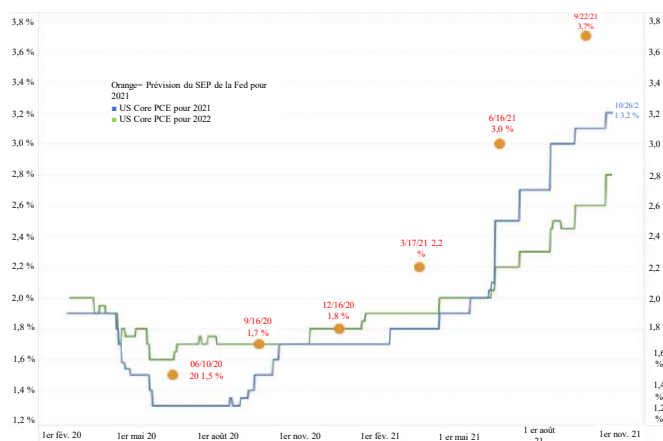
À ses niveaux actuels, nous estimons que le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans est proche de sa limite supérieure à moyen terme. De plus, la partie longue de la courbe des taux américaine s'est récemment inversée, ce qui laisse craindre un ralentissement. Dans ce scénario, nous n'anticipons pas d'inflation incontrôlée et restons dès lors optimistes vis-à-vis des obligations et de la duration aux niveaux actuels.

Performances totales depuis le début de l'année pour



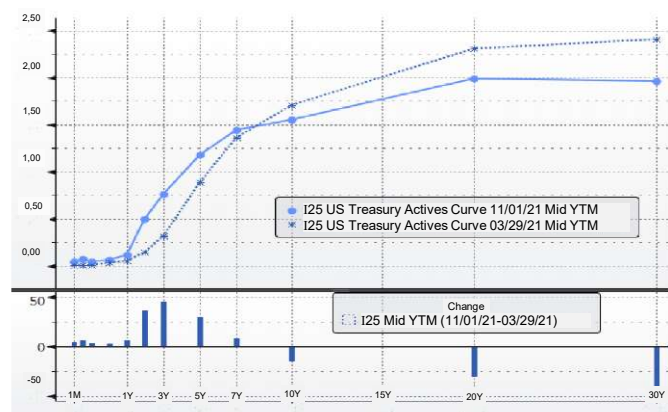
Source : Bianco Research L.L.C.

Prévisions indice PCE core



Source : Bianco Research L.L.C.

Courbe active des taux américains le 29.3.21 et le 1.11.21



Source : Bloomberg

Actions : au plus haut, pas d'alternatives

Les actions restent la classe d'actifs la plus attractive. Avec un penchant particulier pour le Japon et l'Europe.

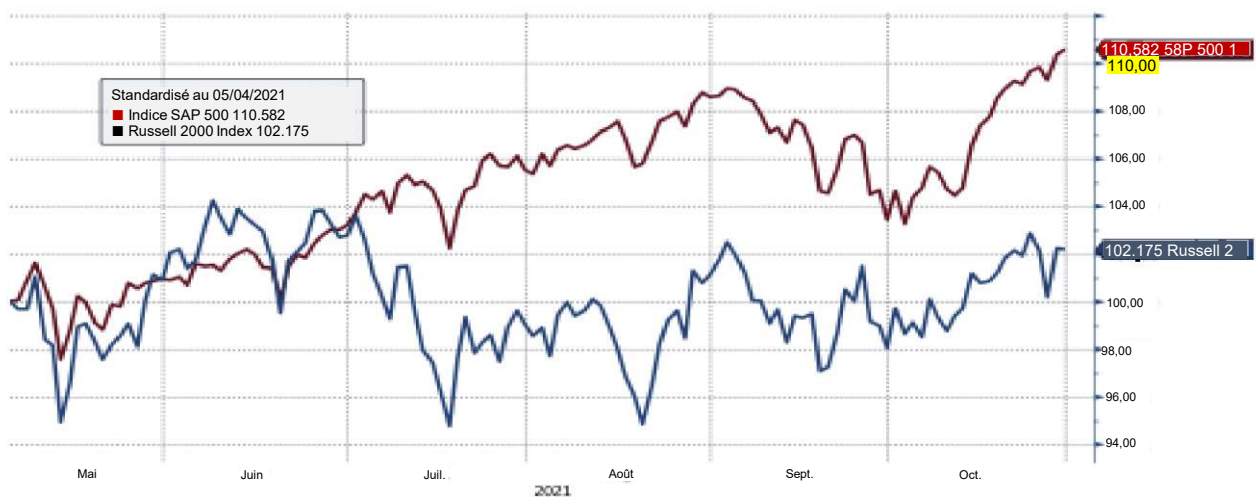
Après la correction du mois dernier, l'indice S&P 500 a renoué avec ses plus hauts historiques en octobre, progressant de plus de 6 %, ce qui en fait le meilleur mois de l'année. Les liquidités continuent d'inonder les marchés financiers, les investisseurs ayant placé en bourse 7 000 milliards de dollars des plans de relance gouvernementaux. Ce montant représente 33,6 % des 21 000 milliards de dollars de revenu personnel. Le taux d'épargne aux États-Unis atteint 9,4 %, contre une moyenne de 7 % au cours des dix ans qui ont précédé la pandémie. Durant la première année de la pandémie, le taux d'épargne a atteint en moyenne le niveau exceptionnel de 30 %. La baisse observée ces six derniers mois atteint 20 % du revenu personnel disponible. Après chaque correction majeure, les investisseurs profitent de la baisse des cours pour acheter et le cycle de rebond dure 30 ou 40 jours.

Dans le contexte actuel de croissance moins vigoureuse mais néanmoins solide, nous continuons de privilégier les actions. Nous préférons en particulier les actions japonaises. Sous la houlette du nouveau Premier ministre Fumio Kishida, le plan de relance pourrait atteindre 30 000 milliards de yens, soit environ 5 % du PIB. Le TOPIX se négocie actuellement à 14 fois les bénéfices prévisionnels, contre 20 fois pour le S&P 500. Nous avons également une légère préférence pour les actions européennes, la zone euro étant l'une des rares régions où la croissance du PIB devrait s'accélérer l'an prochain (5,4 % contre 5,2 % cette année). Les dépenses budgétaires pourraient également apporter un soutien avec les décaissements du fonds de relance de l'UE. En Allemagne, la nouvelle coalition au pouvoir semble également moins conservatrice que la précédente. Les marchés émergents sont à surveiller de près et pourraient réserver une bonne surprise après l'appréciation du dollar américain.

Avec une sous-performance de 3 % sur le mois, un rattrapage des petites et moyennes capitalisations par rapport aux grandes valeurs ne peut être exclu d'ici la fin de l'année.

Bloomberg

SPX Index (SAP 500 INDEX)
RTY Index (Russell 2000 Index)



Les résultats du 3ème trimestre ont été solides, 80 % des sociétés du S&P ayant publié des résultats meilleurs que prévu. Le chiffre d'affaires combiné des 4 plus grandes entreprises américaines (AMZN, AAPL, GOOGL, MSFT) a atteint le niveau record de 1 240 milliards de dollars au cours des 12 derniers mois. Ce chiffre est supérieur au PIB de tous les pays du monde à l'exception de 14 d'entre eux. La capitalisation boursière de Tesla a désormais augmenté de plus de 300 milliards de dollars ces deux dernières semaines. Cette augmentation à elle seule est supérieure à la capitalisation boursière de 90 % des sociétés du S&P 500 et a propulsé celle du constructeur automobile à plus de 1 100 milliards de dollars. Au cours de la dernière semaine d'octobre, les achats d'options call ont représenté 85 % du volume des options négociées. Sur ce volume, 85 % des primes concernaient des options d'achat sur Tesla. Il est également important de souligner que Facebook a changé son nom en Meta alors que le groupe se concentre sur le monde virtuel, agissant avec détermination pour s'affranchir de l'image d'une plateforme de médias sociaux en crise.

Autant de facteurs qui, alliés à une saisonnalité positive, nous permettent de rester positifs et constructifs pour la fin de l'année.

Devises et matières premières : Fin de l'appréciation du dollar américain ?

L'EURUSD a connu une consolidation en octobre, évoluant dans une fourchette étroite. La paire est sous pression constante depuis la fin du mois de mai dernier, le dollar américain s'appréciant de 5,5 % par rapport à la monnaie unique.

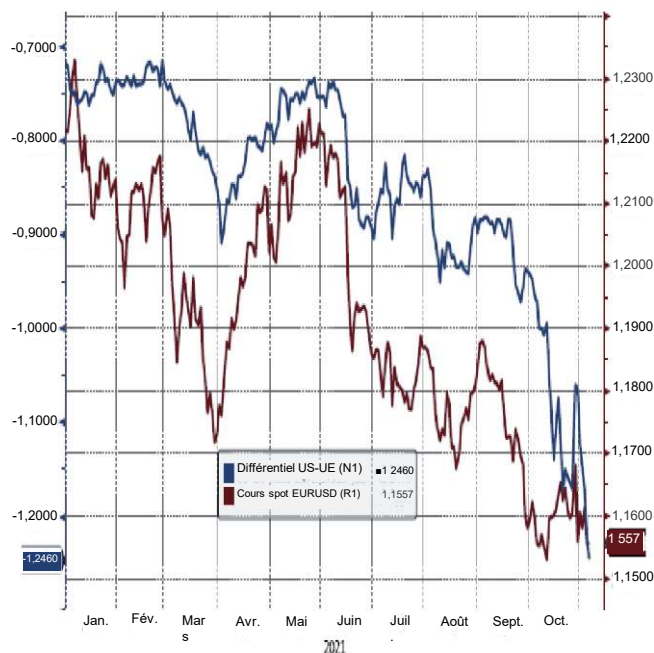
Pour une fois, l'évolution de la paire de devises est conforme aux anticipations d'écart de taux d'intérêt entre l'Europe et les États-Unis. En effet, la relation entre l'EURUSD et l'écart de taux attendu dans un an indique que la paire est à sa juste valeur au niveau actuel. Par conséquent, l'accent est mis sur la pertinence des anticipations du marché concernant la politique monétaire future, notamment celle de la Fed. À ce jour, le marché anticipe une hausse de 60 pb des taux de la Fed d'ici la fin 2022. Pour rappel, lors de la détermination des « dot plots » de décembre 2022, seuls trois membres de la banque centrale ont placé les taux à 0,625 %, le niveau médian restant à 0,25 %. Ces anticipations nous semblent quelque peu excessives et la Fed est susceptible d'emboîter le pas à la RBA et la BCE en tempérant les paris du marché misant sur des hausses de taux musclées et préventives. Un tel scénario signalerait probablement la fin de l'appréciation du dollar américain.

Étonnamment, l'or n'a pas suivi la trajectoire haussière suite à l'effondrement des taux d'intérêt réels fin d'octobre.

Nous restons conscients du fait que le plus grand danger pour l'or pourrait être lié à l'inflation transitoire et à son impact sur les taux d'intérêt réels. À mesure que nous progressons dans la reprise, il se pourrait que les taux d'intérêt réels prennent le pas sur les anticipations d'inflation en tant que principal moteur des cours du métal jaune. Le manque de visibilité sur la situation actuelle du marché et l'effervescence excessive entourant l'orientation des taux d'intérêt réels font qu'il est difficile de prédire l'évolution de l'or avec conviction.

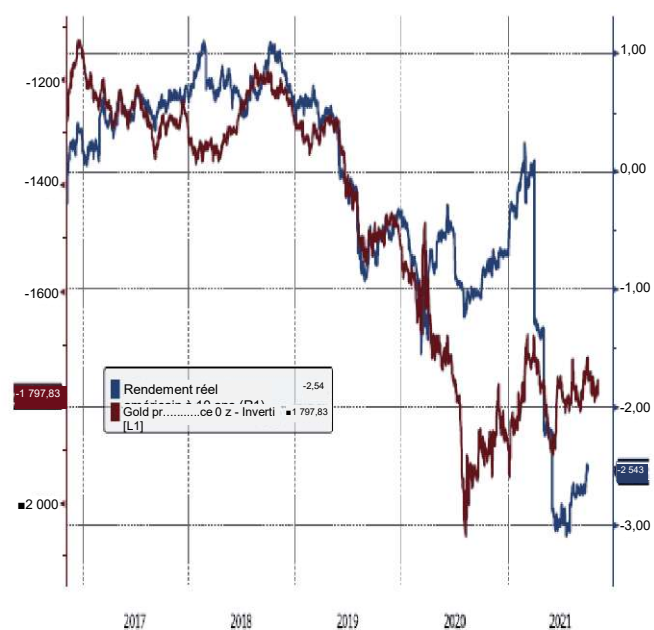
Octobre a vu les cours du pétrole enregistrer leur plus forte hausse en cumul annuel depuis dix ans, principalement sous l'effet de l'envolée des prix de l'énergie et du gaz. L'évolution des cours du pétrole dépend désormais en partie du laps de temps durant lequel les prix du gaz naturel vont rester élevés. Malgré l'approche de l'hiver, l'opposition entre les problèmes d'offre et la demande post-COVID signifie que l'envolée du gaz naturel pourrait être temporaire. En outre, la pression sur les prix et les contraintes en capital pourraient amener les pouvoirs publics à arbitrer entre le gaz naturel et le pétrole. À court terme toutefois, un changement radical pourrait être difficile à mettre en œuvre. Selon l'Arabie Saoudite, il n'impacterait qu'un peu plus de 0,5 % de la demande mondiale. En outre, le pétrole ne dépend d'aucune saisonnalité et la demande est en train de stagner d'un point de vue historique. Les anticipations de l'OPEP sont même orientées à la baisse et les réserves restent solides pour assurer les approvisionnements à court terme. Par conséquent, nous ne voyons aucune raison de conserver une opinion haussière vis-à-vis du pétrole.

Juste valeur de l'EURUSD vs écart de taux



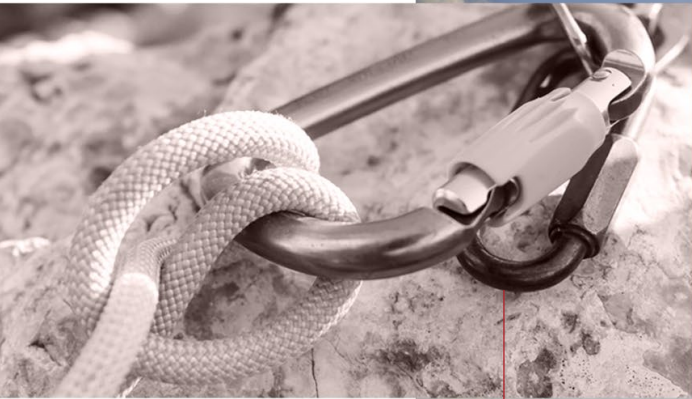
Source : Bloomberg

Difficile d'évaluer l'or par rapport aux taux réels



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.