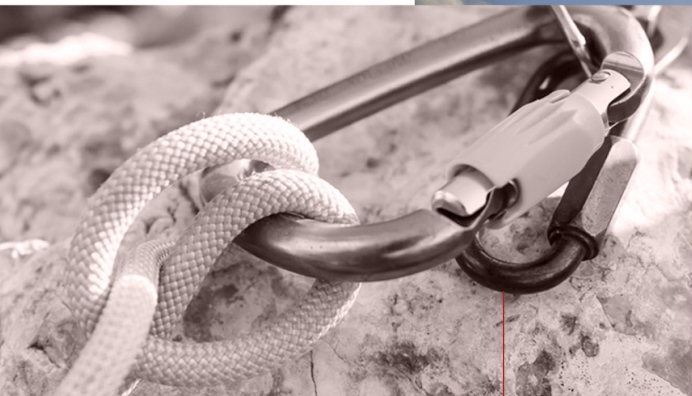


THE ESSENCE



OF FREEDOM



1. Macro et taux
2. Revenu fixe
3. Actions
4. FX et matières premières

Points essentiels

- Le mois de mai a encore été extrêmement volatil, les actions étant les plus bas de l'année au milieu du mois, mais parvenant à récupérer la plupart des pertes à la fin du mois. Après sept baisses hebdomadaires consécutives, le S&P a enregistré son plus grand gain hebdomadaire depuis novembre 2020, avec une appréciation de 6,6 %.
- Sur le front de l'inflation, la croissance de l'IPC américain s'est ralentie, passant de 8,5 % en glissement annuel en mars à 8,3 % en glissement annuel en avril, apaisant certaines craintes que la Fed doit être encore plus agressive que ce que le marché attend.
- Malgré une décélération de l'inflation, celle-ci reste à des niveaux élevés. De ce fait, après une hausse de 50 bps du taux des fonds fédéraux en mai, il est prévu une autre hausse de 50 bps lors de sa prochaine réunion en juin et que le taux termine l'année entre 2,75 % et 3 %.
- Avec la décélération de l'inflation, le marché obligataire a également connu une certaine stabilisation, le rendement du Trésor Américain à 10 ans se négociant autour de 3 % et les écarts de crédit se réduisant, ce qui a conduit à un mois positif pour les obligations américaines.
- Nous pensons que la hausse de l'inflation se poursuivra pendant un certain temps, mais que la hausse de la Fed est en grande partie intégrée dans les prix. C'est pourquoi nous pensons qu'il est temps de reconsidérer les titres à revenu fixe et la durée des dollars en général.
- Toutefois, nous recommandons de conserver une durée courte pour les titres à revenu fixe en euros, car ce n'est que maintenant que la BCE entame son processus de relèvement des taux et doit reconnaître qu'elle est en retard sur la courbe.
- Après avoir brièvement touché un sommet de 20 ans en mai, l'indice du dollar a connu sa plus forte baisse hebdomadaire en près de quatre mois, se stabilisant au niveau 102.
- Les prix du pétrole ont augmenté de 9,5 % en mai et ont atteint leur plus haut niveau depuis plus de deux mois en début juin, soutenus par la perspective d'une interdiction des importations maritimes de pétrole russe par l'Union européenne, ainsi que par une réouverture de l'activité en Chine.

Revue de mai : Jérôme, le belliciste (ou presque)

Le mois de mai a été un autre mois volatil pour les marchés, la plupart des principaux indices atteignant leurs plus bas niveaux depuis le début de l'année au milieu du mois, pour finalement se redresser fortement à la fin du mois.

Le mois a été marqué par une nouvelle réunion de la Fed au cours de laquelle Jerome Powell a maintenu un ton belliciste, soulignant que l'inflation restait élevée et que l'économie américaine continuait d'être performante. Comme prévu, la Fed a relevé le taux des Fed Funds de 50 à 100 bps.

Les indices américains ont terminé en ordre dispersé, le S&P500 et le Russell 2000 terminant respectivement à +0,18% et +0,14%, tandis que le Nasdaq a chuté de -1,93%.

En Europe, les indices ont terminé le mois dans le positif, emmenés par le PSI 20 (+8,02%), l'IBEX (+3,24%) et le FTSE Mib (+2,49%) ainsi que l'EuroStoxx50 à +1,34%, seuls le SMI (-4,05%) et le Stoxx600 (-0,61%) ont terminé dans le rouge, entraînés par la chute de Nestlé et Roche.

Dans le reste du monde, les principaux indices ont terminé dans le vert, avec le Nikkei à +1,61%, le CSI300 à +2,08% et l'Ibovespa à +3,22%. Le MSCI ACWI a terminé en ligne avec le S&P, à +0,18%.

Sans surprise, le secteur de l'énergie a été le plus performant, avec une hausse de +5,98%, suivi par le secteur industriel (+2,68%) et les matériaux (+2,34%).

L'indice du dollar a légèrement baissé (-1,17%) pour s'établir à 101,752. L'EUR/USD a augmenté de 1,79%, le CHF/USD de 1,27% et le GBP/USD de 0,22%. Le yen s'est légèrement redressé face au dollar, terminant le mois à 128,67 (+0,79%).

Le rendement américain à 10 ans a terminé le mois à 2,84%, soit une légère contraction de 9bps. Le rendement du bund a augmenté de 18 bps pour atteindre 1,12 %. Les indices obligataires se sont quelque peu stabilisés, l'indice Bloomberg Global Aggregate et le JPMorgan EMBI progressant respectivement de 0,27 % et 0,19 %, tandis que l'indice Bloomberg Global High Yield a reculé de -0,09 % et l'indice Bloomberg Core Developed Government de -0,50 %.

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,132	-0.62	-3.08	0.18	-8.55	-12.76	17
Nasdaq	12,081	-0.41	-5.78	-1.93	-14.91	-22.52	22
Russell 2000	1,864	-1.25	-3.81	0.14	-9.79	-16.58	17
Euro Stoxx 50	3,789	-1.36	0.69	1.34	-0.67	-9.47	12
Stoxx 600 EUR	443	-0.72	-1.03	-0.61	-1.18	-6.98	12
FTSE 100	7,608	0.10	1.54	1.13	1.83	4.78	10
SMI	11,611	-1.06	-5.00	-4.05	-3.23	-7.37	15
NIKKEI 225	27,280	-0.33	0.64	1.61	-1.95	-4.32	15
CSI 300 China	4,092	1.56	2.19	2.08	-2.84	-16.95	12
MSCI EM Index	1,078	1.23	0.55	0.46	-5.11	-11.72	11

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,132	-0.62	-3.08	0.18	-8.55	-12.76	17
UTILITIES	376	0.58	0.09	1.03	-0.11	4.65	20
ENERGY	658	3.14	14.35	5.98	13.99	58.43	12
TELECOM	202	0.51	-2.38	0.94	-14.10	-24.35	14
CONS STAPLES	772	0.42	-6.57	-0.53	-2.17	-3.16	20
REAL ESTATE	276	1.15	-10.38	-0.05	-8.40	-14.19	38
CONS DISCRET	1,210	-0.37	-12.35	-0.11	-17.22	-24.69	20
MATERIALS	539	0.72	0.32	2.34	-2.39	-4.72	15
HEALTH CARE	1,538	1.30	-1.10	-0.51	-3.34	-5.83	16
INFO TECH	2,453	1.22	-2.10	0.82	-12.04	-19.39	20
FINANCIALS	588	0.69	-1.92	-0.76	-7.41	-8.78	12
INDUSTRIALS	798	1.36	-3.78	2.68	-7.97	-10.15	16

Currency % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
DX	101.752	0.08	0.53	-1.17	3.50	6.36
EUR-USD	1.0734	-0.42	-0.52	1.79	-3.01	-5.59
USD-JPY	128.67	0.85	0.13	-0.79	5.73	11.81
USD-CHF	0.9595	0.23	0.21	-1.27	4.01	5.10
EUR-CHF	1.0297	-0.23	-0.39	0.34	0.82	-0.76
GBP-USD	1.2602	-0.40	-1.85	0.22	-4.08	-6.87
EUR-GBP	0.8518	-0.02	1.27	1.55	1.12	1.24
JP EM FX Index	52.78	-0.12	0.57	1.38	-1.33	0.41

10 yr Yield Bps Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
US	2.84	11	-5	-9	133	133
Germany	1.12	7	15	18	130	130
UK	2.10	11	14	20	113	113
SWITZERLAND	0.89	7	-2	1	102	102
Japan	0.24	1	-1	1	17	17
US IG Spread	140	-4	-5	-8	40	40
US High Yield spread	423	0	39	18	153	153
EUR High Yield spread	503	-6	71	20	157	157

Commodity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
BBG Commo Index	131.3	-1.89	1.79	1.44	5.57	32.44
Gold Spot \$/OZ	1837.4	-0.96	-4.88	-3.14	-5.17	0.45
Crude Oil WTI	114.7	-0.35	11.25	9.53	14.35	48.94

Volatility	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
VIX	26.2	-0.35	-2.02	-7.21	27.38	8.97

Macro et taux : A la recherche d'un ralentissement

L'économie mondiale ralentit, mais reste résiliente, et forte en particulier aux États-Unis. Et cela constitue un problème pour les marchés financiers si cela persiste

Inflation, hausse des taux, guerre en Ukraine, Covid en Chine : Ils ont chacun leur part dans le ralentissement économique mondial, et dans la nervosité des investisseurs. L'attaque de la Russie contre l'Ukraine continue de peser sur le complexe des matières premières, ajoutant à la pression inflationniste, obligeant les banques centrales du monde entier à augmenter les taux et à réduire leur bilan, retirant des liquidités du système financier mondial.

Et Covid lui-même n'a pas disparu, du moins en Chine où les autorités tentent de lutter contre une nouvelle vague d'infection en procédant à des fermetures dans plusieurs villes.

La situation générale reste pleine d'incertitudes et de risques. L'inflation et la réaction à celle-ci seront les éléments clés du mois à venir.

La Réserve fédérale des États-Unis a montré une voie claire pour la normalisation de sa politique monétaire. On s'attend maintenant à ce que les taux des fonds fédéraux terminent l'année quelque part entre 2,75 % et 3 % et nous commençons à voir les premiers signes que l'inflation pourrait avoir atteint un sommet dans le pays. Le déflateur des dépenses de consommation aux États-Unis (déflateur PCE), l'un des indicateurs d'inflation préférés de la Fed, a ralenti en avril. Bien sûr, un mois n'est pas une tendance et il faudra peut-être encore 2 ou 3 mois de ralentissement de l'inflation pour confirmer qu'un pic a été atteint. Mais nous restons confiants. L'inflation aux États-Unis reste proche de son niveau le plus élevé depuis 40 ans, mais les attentes du marché en matière d'inflation à long terme ont commencé à s'atténuer.

À l'opposé de l'Europe, la pression inflationniste aux États-Unis n'a pas seulement été alimentée par la pandémie de Covid et la guerre en Ukraine, mais aussi par une économie robuste post-Covid soutenue par une forte demande interne. La Fed fera probablement une pause dans son processus de normalisation lorsque des signes d'atterrissage en douceur de l'activité économique et donc de la demande interne apparaîtront. Si et quand sera le cas, les taux, les marchés boursiers et la volatilité se stabiliseront. D'une certaine manière, nous devrions nous attendre à passer maintenant en mode "mauvaises nouvelles, bonnes nouvelles" pour les marchés financiers.

L'Europe est une autre histoire. La pression inflationniste a été alimentée récemment par l'offre plutôt que par la demande et par la problématique de l'énergie et des produits de base nous générée par la guerre en Ukraine.

L'inflation est clairement installée en Europe. L'IPC flash de la zone euro a augmenté de 8,1 % en glissement annuel, et le prix du pétrole brut Brent est à nouveau supérieur à 120 USD, malgré l'approbation par l'OPEP+ d'une hausse plus importante de la production. Cette combinaison est porteuse d'un message clair pour la BCE : elle peut et doit resserrer les conditions financières en augmentant les taux d'intérêt et en freinant la pression inflationniste, son unique mandat.

Au moment où nous écrivons ces lignes, la BCE est sur le point d'annoncer une trajectoire définie de hausse des taux ainsi que la fin du programme d'achat d'actifs. Mais la Banque centrale européenne est confrontée à un autre défi. Comment normaliser la politique monétaire sans pénaliser les pays périphériques comme l'Italie, la Grèce, le Portugal et l'Espagne ? Ces pays affichent un ratio dette/PIB plus élevé et sont déjà confrontés à des écarts de taux plus importants par rapport à la dette allemande. Par exemple, l'écart entre le BTP italien et le Bund allemand à 10 ans s'est élargi de plus de 1 % depuis septembre de l'année dernière pour atteindre 2 %, ce qui est considéré comme le seuil supportable. La campagne de relèvement des taux que la BCE est sur le point d'entamer pourrait peser considérablement sur ces pays, car les spreads pourraient s'élargir davantage. Il faut espérer que l'ingéniosité des membres de la BCE leur permettra de mettre en place un mécanisme tel qu'un programme OMT (Outright Monetary Transactions) afin de limiter l'élargissement des spreads.

Les gouvernements européens devraient également jouer leur rôle pour relever le défi économique d'une zone euro moins dynamique. À l'instar du Royaume-Uni, avec le nouveau paquet fiscal destiné à atténuer la compression du pouvoir d'achat des ménages à faibles revenus, les gouvernements européens devront probablement lancer des mesures de relance pour assurer un atterrissage en douceur plutôt qu'un atterrissage brutal de la zone euro.

Revenu fixe : Après les États-Unis, l'Europe ?

"La prédiction est difficile, surtout si elle concerne l'avenir" (Niels Bohr). Il semble en être de même concernant l'inflation - du moins récemment. Alors que les analystes de Wall Street, dans leurs prévisions depuis septembre 2020, s'attendaient à ce que l'inflation américaine atteigne 4 % en 2021, elle est aujourd'hui plus du double. Il n'est donc pas surprenant que l'inflation (sous-estimée) soit actuellement le "sujet brûlant". C'est également le principal moteur des rendements fortement négatifs des titres à revenu fixe et des performances de portefeuille plutôt décevantes depuis le début de l'année : un panier diversifié de 11 types d'actifs a enregistré un rendement de -8 % depuis le début de l'année, la pire année pour un tel panier depuis au moins 1978.

Il semble toutefois que les taux se stabilisent aux États-Unis : le rendement du Trésor américain à 10 ans, après avoir touché 3,2 %, fluctue désormais autour du niveau de 3 %. Les rendements se sont stabilisés sur l'ensemble de la courbe des taux américains. Et cela a aidé les obligations au cours des dernières semaines.

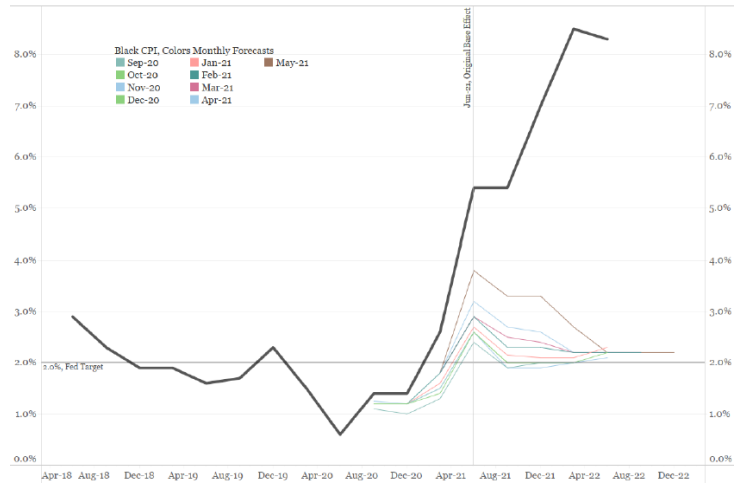
Et certains signes indiquent que l'inflation aux États-Unis pourrait se stabiliser. La dernière lecture de l'IPC en glissement annuel, à 8,3 %, était inférieure à la précédente, à 8,5 %. Alors que les données macroéconomiques globales continuent d'être solides aux États-Unis, l'indice de surprise économique Citi indique un affaiblissement des lectures. Toutes choses restant égales, cela devrait être positif pour les rendements et les obligations de haute qualité.

Si nous pensons que la hausse de l'inflation va se prolonger, nous ne pensons pas qu'elle va continuer à augmenter. L'effet de base sera donc positif dans les futures lectures d'inflation et nous pensons que ce n'est pas le mauvais moment pour reconsidérer les titres à revenu fixe et la duration en USD en général.

L'action se déplace maintenant en Europe. Là-bas, les taux à court terme sont toujours négatifs alors que l'inflation a augmenté massivement. C'est maintenant la BCE qui doit reconnaître qu'elle est en retard sur la courbe, et le marché des titres à revenu fixe en euros va connaître une réévaluation en prévision d'une BCE belliciste. Le marché prévoit maintenant une hausse de 50 bps d'ici septembre.

Nous recommandons donc de conserver une duration courte pour les titres à revenu fixe en euros. Aux États-Unis, cependant, une approche plus diversifiée des titres à revenu fixe est justifiée et prendre un certain risque de duration ne semble plus exagéré.

Prévisions d'inflation de Wall Street par rapport aux chiffres réels (US)



Source : Bianco Research LLC

Citi Economic Surprise Index (USA)



Source : Bloomberg

IPC de la zone euro en glissement annuel et



Source : Bloomberg

Actions : Sommes-nous dans un marché baissier ?

Le mois de mai nous a montré des mouvements très volatils sur les marchés avec une ambiance morose la plupart du temps pour finir très positivement. Le S&P a enregistré son plus gros gain hebdomadaire depuis novembre 2020 après sept semaines consécutives de baisse, avec des performances respectives de 6,6% sur le S&P et 7% sur le Nasdaq. Enfin, le marché a terminé le mois presque à plat et semble avoir trouvé une certaine stabilité malgré la volatilité.

L'excès à la hausse donne lieu à une période de rendements supérieurs à la moyenne, et l'oscillation vers l'excès à la baisse donne lieu à une période de rendements inférieurs à la moyenne. Nous avons connu un certain nombre d'excès à la hausse en 2020 et 2021 et nous assistons maintenant à des corrections de ceux-ci.

La performance spectaculaire des FAAMG après la pandémie a attiré l'attention des investisseurs et soutenu une tendance à la hausse généralisée. En septembre 2020, les actions avaient presque doublé par rapport à leur plus bas niveau de mars et étaient en hausse de 60 % depuis le début de l'année. Les 5 actions sont fortement pondérées dans le S&P 500 et ont détourné l'attention des performances moins impressionnantes des 495 autres actions.

Dans le secteur de la technologie, la psychologie positive et le comportement de l'investisseur ont propulsé le marché dans le ciel avec maintenant un douloureux retour sur terre. Nous sommes probablement là où nous devrions être. Voici quelques-unes des baisses des valeurs les plus importantes et les plus connues du secteur des technologies, du numérique et de l'innovation. PayPay - 55 %, Coinbase -75 %, Netflix -68 %, Shopify - 70 %, Spotify -55 %, Uber -45 %, Zoom -50 %, Snap -30 %, Twilio -60 %.

Croyez-vous vraiment que la valeur de ces entreprises a chuté de plus de la moitié en moyenne au cours des derniers mois ?

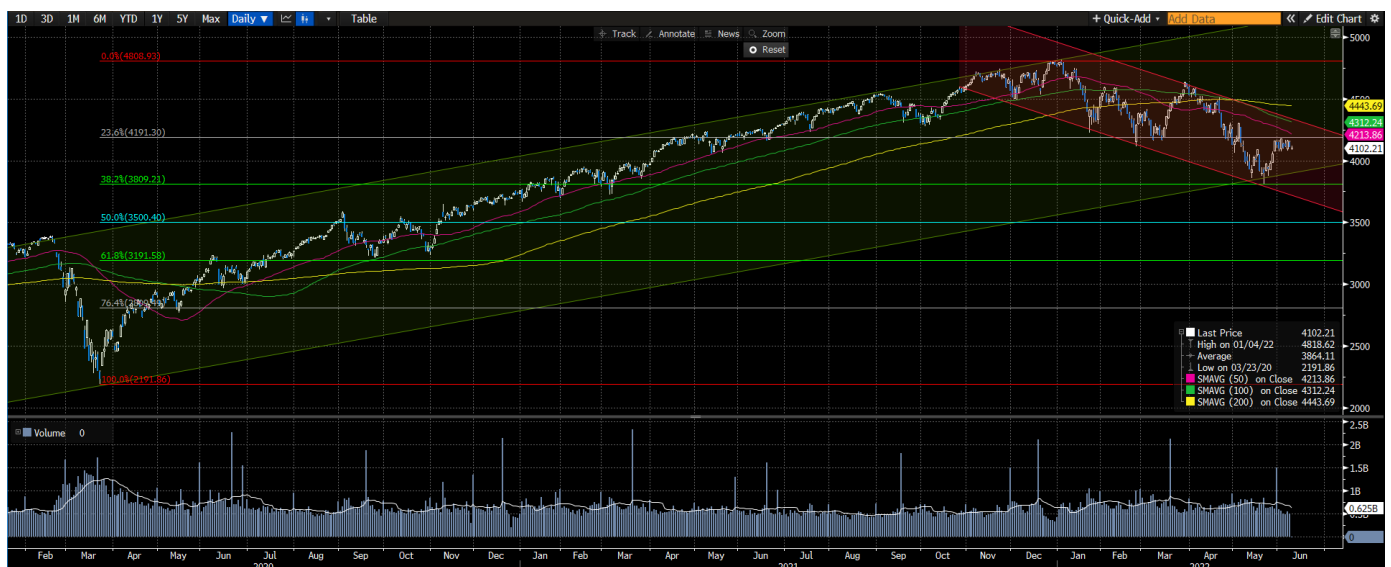
La réponse vous appartient, mais elle devrait être négative.

En ce moment, nous sommes probablement au pic de l'inflation aux États-Unis et en Europe, dont la situation pourrait être un peu moins enviable avec l'impact de la situation géopolitique. Mais tant que la FED ne montrera aucun signe d'assouplissement sur la hausse des taux, les investisseurs resteront prudents et craintifs.

La fourchette entre 3900 et 4300 sur le S&P et la fourchette entre 20 et 35 sur l'indice de volatilité resteront les points chauds que les investisseurs surveilleront dans un avenir proche.

Dans la situation actuelle, nous continuons à privilégier les valeurs de qualité, mais nous sommes moins convaincus de privilégier les valeurs de rendement par rapport aux valeurs de croissance. En effet, certaines actions de valeur commencent dans certains cas à sembler un peu chères par rapport à certaines actions de croissance.

Nous pouvons voir quelques bonnes opportunités à considérer.



Forex et matières premières : Le dollar atteint son sommet ?

Après avoir brièvement atteint son plus haut niveau depuis 20 ans à la mi-mai, l'indice du dollar a enregistré sa plus forte baisse hebdomadaire depuis près de quatre mois avant de se stabiliser à 102. La question pour les investisseurs en devises est donc la suivante : Le dollar a-t-il atteint son sommet ?

Le billet vert est maintenant tiré vers le bas par des données économiques mitigées. En dépit de son statut de valeur refuge, le dollar devient plus sensible aux données macroéconomiques des États-Unis.

Le dollar reste guidé par les attentes de hausse des taux de la Fed. Tout signe indiquant que la banque centrale américaine pourrait faire une pause ou réduire sa politique de resserrement pourrait affecter négativement le dollar. Cependant, une nouvelle variable doit maintenant être prise en compte pour l'orientation du billet vert : la réponse à venir de la BCE à la hausse de l'inflation. L'inflation a augmenté à 8,1 % dans la zone euro (contre 7,5 %), confirmant la nécessité d'un resserrement de la politique de la BCE. Alors que la question est de savoir si la BCE va procéder à des hausses de 25 ou 50 points de base, l'impact de la politique de resserrement de la BCE affectera très probablement la paire EURUSD. Étant donné que la BCE a été plus lente que la Fed à réagir à l'inflation jusqu'à présent, le premier impact de la hausse des taux d'intérêt pourrait être un euro plus fort. De plus, le dollar semble avoir déjà intégré toutes les hausses des taux d'intérêt de la Fed et pourrait maintenant se stabiliser. Cependant, nous devons également tenir compte de certains facteurs qui pourraient continuer à avoir un impact négatif sur la zone euro, le principal exemple étant une nouvelle escalade du conflit russo-ukrainien qui perturberait les chaînes d'approvisionnement en Europe et entraînerait une baisse du PIB par rapport aux États-Unis.

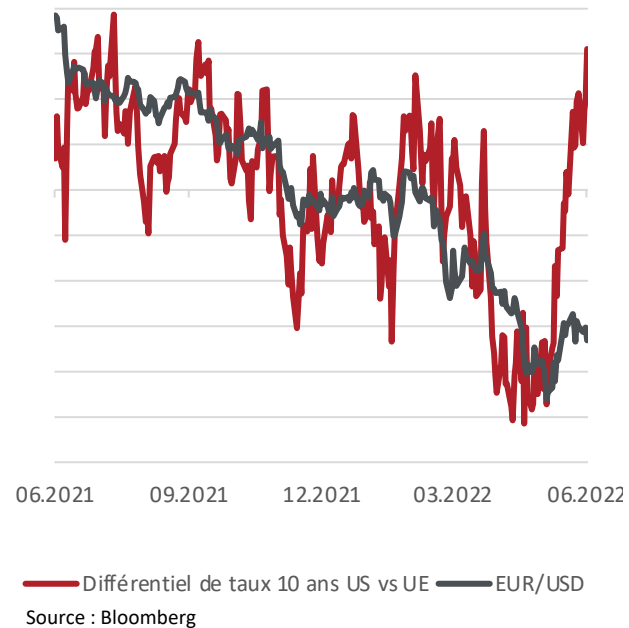
Par conséquent, avec ce récit, il est probable que la paire EUR/USD pourrait prendre l'ascendant, et atteindre le niveau de résistance à 1,08.

La Banque du Japon n'a toujours pas donné d'indication sur l'abandon des paramètres accommodants. Cela continue d'exercer une pression à la baisse sur le yen (qui a dépassé le niveau de 132 par rapport à l'USD - son plus bas niveau depuis sept ans). Le niveau de 135 pourrait être la prochaine rupture majeure, dans la lignée d'une BoJ qui continue de défendre la courbe de rendement contre une monnaie plus faible.

La pression à la hausse sur le prix du pétrole pourrait se poursuivre dans les mois à venir.

Le prix du pétrole a déjà atteint son plus haut niveau depuis plus de deux mois au début du mois de juin, accentué par la perspective d'une interdiction par l'Union Européenne des importations maritimes de pétrole russe. Si cette interdiction fait l'objet d'un consensus parmi les dirigeants européens et peut être rapidement mise en œuvre, la dynamique des prix du pétrole devrait se poursuivre.

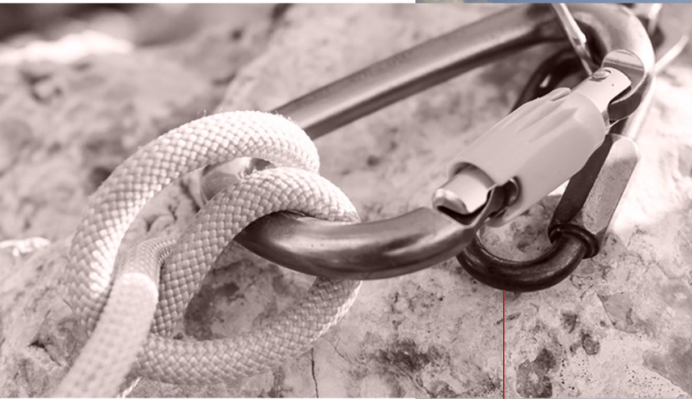
Sur la base du différentiel de taux d'intérêt, potentiel de hausse de l'euro par rapport au dollar.



Le pétrole continue de battre des records ?



THE ESSENCE



OF FREEDOM



En choisissant Cité Gestion, vous bénéficierez de notre modèle économique unique qui nous distingue de la plupart des gestionnaires de patrimoine traditionnels. Pour en savoir plus, consultez notre site internet : www.cité-gestion.com



Et suivez-nous sur [LinkedIn](#) pour rester connecté à toutes les nouvelles et perspectives du marché.

Disclaimer and important information

This document has been published in Switzerland by Cité Gestion SA, Geneva, a custodian and securities dealer subject to regulation and supervision by the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA). It is not intended for distribution, publication or use in any jurisdiction where such distribution, publication or use would be prohibited, and is not directed to persons or entities to whom it would be unlawful to send such a document. All information provided in this document, in particular opinions and analyses, is for information purposes only and should not be construed as an offer, advice or recommendation to buy or sell any particular security or to enter into any transaction. Nor does this publication constitute - and should not be construed as - an advertisement for a particular financial instrument. The risks associated with some investments are not suitable for all investors and a precise assessment of the risk profile must be made. Nor should this document be construed as legal, accounting or tax advice. Although Cité Gestion SA makes every reasonable effort to use reliable and complete information, Cité Gestion SA makes no representation or warranty of any kind that the information contained in this document is accurate, complete or up to date. Any decision based on this information must be made at the investor's risk and Cité Gestion SA declines all responsibility for any loss or damage that may result directly or indirectly from the use of this information. United States: Neither this document nor any copies thereof may be sent, taken or distributed in the United States or given to a US-Person. This document may not be reproduced (in whole or in part), transmitted, modified or used for public or commercial purposes without the prior written consent of Cité Gestion SA.