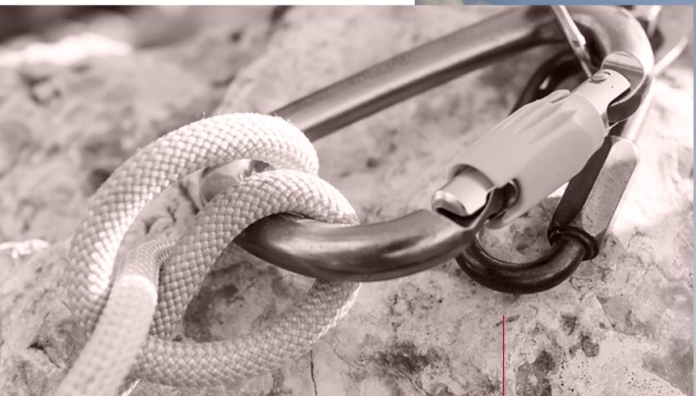


THE ESSENCE



OF FREEDOM



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

Principaux points à retenir

- Forte reprise des marchés financiers, les actions mondiales affichant leur meilleure performance mensuelle depuis novembre 2020. Les actions américaines ont surpassé la plupart des autres indices boursiers, le S&P 500 ayant gagné 9,2 % en juillet.
- L'inflation continue de surprendre à la hausse, avec le dernier chiffre de l'IPC américain à 9,1 %, bien au-dessus des 8,8 % attendus et des 8,6 % du mois précédent.
- Dans ce contexte, les banques centrales continuent de resserrer les conditions financières, la réserve fédérale américaine ayant relevé ses taux pour la quatrième fois cette année. La BCE a augmenté de 50 bps pour la première fois cette année, ce qui a permis au taux de facilité de dépôt de ne plus être négatif (pour la première fois en huit ans).
- Une récession aux États-Unis est désormais largement attendue en raison de l'attitude belliciste de la Fed. Cette situation a entraîné une forte baisse des rendements à long terme, ce qui s'est traduit par un mois positif pour les titres à revenu fixe. Les entreprises ont également bénéficié du resserrement des spreads, les spreads des obligations américaines à haut rendement ayant baissé de près de 100 bps.
- Les écarts entre les obligations d'État italiennes et les obligations d'État allemandes ont presque doublé depuis le début de l'année. Compte tenu de l'agitation politique et du niveau élevé de la dette, cette situation sera probablement un facteur important pour la future politique de la BCE. La BCE a donc mis en place l'Instrument de protection de la transmission (TPI) - un outil visant essentiellement à dissuader les spéculateurs contre la monnaie unique.
- Parmi les sociétés du S&P 500 qui ont publié leurs résultats du deuxième trimestre, 75 % ont présenté des résultats supérieurs aux attentes, ce qui est légèrement inférieur à la moyenne sur cinq ans de 77 %, avec une croissance des bénéfices de 6,7 %. En termes de secteurs, l'énergie continue d'offrir une croissance exceptionnelle des bénéfices, avec une augmentation de près de 300 % des bénéfices au deuxième trimestre.
- Au cours du mois de juillet, l'euro est passé brièvement sous la parité avec le dollar, la monnaie européenne continuant à lutter pour se redresser face au dollar en raison notamment de la politique plus souple de la BCE.

Bilan du mois de juillet : Les marchés financiers en plein rebond

Jusqu'à présent, les actions européennes ont connu leur meilleur mois de 2022, principalement grâce aux secteurs de la technologie et de l'automobile, dont les voies d'approvisionnement ont bénéficié de l'assouplissement des restrictions Covid-19 en Chine. Les actions américaines ont connu leur meilleur mois depuis novembre 2020, surperformant leurs homologues mondiaux.

Le marché obligataire mondial a été dominé par les inquiétudes concernant la sévérité du ralentissement économique mondial, le PIB américain ayant chuté consécutivement au deuxième trimestre, marquant une récession technique. Le ralentissement de l'activité économique mondiale a été mis en évidence par la détérioration des données manufacturières dans la zone euro et aux États-Unis. En Europe, l'indice PMI manufacturier est passé sous la barre des 50, un niveau qui indique une contraction de l'activité.

La plupart des banques centrales du G7 ont réaffirmé leur engagement à réduire l'inflation, alors qu'une série de hausses des taux agressives ont eu lieu. À la fin du mois, la FED a procédé à sa quatrième hausse des taux d'intérêt depuis le début de l'année 2022, augmentant la fourchette du taux des fonds fédéraux de 75 bps pour la porter à (2,25-2,5 %) afin de lutter contre l'inflation. La BCE a déplacé son taux de facilité de dépôt de 50 bps (atteignant 0 %) pour la première fois en 8 ans. Ces mesures ont donc entraîné une révision à la baisse des prévisions de croissance, les banques centrales donnant la priorité à la maîtrise de l'inflation plutôt qu'à la relance de la croissance.

Le mois de juillet a apporté une certaine consolation aux obligations, qui ont rebondi, contrastant avec le coup dur qu'elles ont subi jusqu'à présent en 2022. Les performances des obligations Investment Grade et High Yield se sont améliorées, soutenues par la contraction des spreads et la baisse des taux d'intérêt à long terme. Les obligations européennes et américaines à haut rendement, qui ont gagné respectivement 5 % et 6 % en juillet, ont été parmi les plus performantes de la catégorie des titres à revenu fixe. Le crédit HY européen a perdu environ 10% depuis le début de l'année, tandis que le US HY a perdu 9%.

Les obligations d'État chinoises sont restées parmi les plus résistantes, même si les rendements en dollars US ont été érodés par la force du dollar US par rapport au yuan chinois. L'euro a augmenté sa dépréciation par rapport au dollar pour atteindre -10% depuis le début de l'année, influencé par une politique de la BCE plus douce que celle de la FED. Au cours du mois, l'euro a brièvement évolué en dessous de la parité, ce qui n'était pas arrivé depuis 20 ans.

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,130	1.43	4.15	9.22	9.22	-12.59	17
Nasdaq	12,391	1.88	5.17	12.39	12.39	-20.45	23
Russell 2000	1,885	0.66	3.72	10.44	10.44	-15.45	18
Euro Stoxx 50	3,708	1.53	2.88	7.47	7.47	-11.21	11
Stoxx 600 EUR	438	1.28	2.84	7.76	7.76	-7.78	12
FTSE 100	7,423	1.06	1.64	3.66	3.66	2.61	10
SMI	11,146	0.15	0.15	3.77	3.77	-11.08	15
NIKKEI 225	27,802	-0.05	0.38	5.34	5.34	-2.36	15
CSI 300 China	4,170	-1.29	-0.95	-6.33	-6.33	-14.10	11
MSCI EM Index	994	-0.37	0.75	-0.17	-0.17	-17.68	11

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,130	1.43	4.15	9.22	9.22	-12.59	17
UTILITIES	376	0.86	5.19	5.50	5.50	4.92	20
ENERGY	599	4.58	6.42	9.72	9.72	44.44	8
TELECOM	193	0.56	2.78	3.71	3.71	-27.57	14
CONS STAPLES	774	-0.72	1.18	3.30	3.30	-2.47	20
REAL ESTATE	277	0.31	4.81	8.54	8.54	-13.29	35
CONS DISCRET	1,282	4.27	6.45	18.94	18.94	-20.10	23
MATERIALS	491	1.32	3.65	6.14	6.14	-12.86	14
HEALTH CARE	1,542	-0.35	1.44	3.32	3.32	-5.29	16
INFO TECH	2,523	1.56	5.73	13.54	13.54	-17.01	21
FINANCIALS	560	1.44	2.32	7.21	7.21	-12.86	12
INDUSTRIALS	808	2.00	5.21	9.50	9.50	-8.88	16

Currency % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
DXY	105.903	-0.42	-0.54	1.16	1.16	10.70
EUR-USD	1.0220	0.23	0.00	-2.52	-2.52	-10.11
USD-JPY	133.27	-0.74	-2.50	-1.81	-1.81	15.81
USD-CHF	0.9524	-0.26	-1.23	-0.28	-0.28	4.33
EUR-CHF	0.9731	-0.03	-1.27	-2.80	-2.80	-6.21
GBP-USD	1.2171	-0.07	1.06	-0.06	-0.06	-10.06
EUR-GBP	0.8393	0.25	-1.07	-2.51	-2.51	-0.24
JP EM FX Index	50.42	-0.19	0.38	-2.37	-2.37	-4.08

10 yr Yield Bps Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
US	2.65	-3	-15	-36	114	114
Germany	0.82	-1	-20	-52	99	99
UK	1.86	-0	-7	-37	89	89
SWITZERLAND	0.44	2	-22	-63	57	57
Japan	0.19	-2	-1	-5	11	11
US IG Spread	155	-2	-4	-14	55	55
US High Yield spread	508	-14	-19	-83	238	238
EUR High Yield spread	602	-20	-6	-79	256	256

Commodity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
BBG Commo Index	121.8	1.28	3.18	4.08	4.08	22.85
Gold Spot \$/OZ	1765.9	0.58	2.68	-2.29	-2.29	-3.46
Crude Oil WTI	98.6	2.28	-0.98	-6.75	-6.75	28.09

Volatility	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
VIX	21.3	-1.00	-2.03	-7.38	-25.71	4.11

Source: Bloomberg 7/31/2022

Macro et taux : mauvaise nouvelle, bonne nouvelle

Le mois de juillet a été marqué par la Fed et la BCE qui ont toutes deux augmenté leurs taux d'intérêt de référence. Le 21, la BCE, pour la troisième fois dans l'histoire de l'institution et après huit ans de taux zéro, a augmenté ses taux de 50 bps. Le 27, la Fed a de nouveau augmenté ses taux d'intérêt de 75 points de base, portant le taux des Fed Funds à 2,5 %.

Les banques centrales tentent enfin de lutter contre l'inflation qui monte en flèche. Aux États-Unis, la dernière lecture de l'IPC en glissement annuel s'est établie à 9,1 %, bien au-delà des 8,8 % attendus et des 8,6 % du mois précédent. Dans la zone euro, l'IPC en glissement annuel s'établit à 8,6 %, certains pays comme l'Espagne connaissant une inflation à deux chiffres (10,8 %). Même en Allemagne, touchée par la flambée des prix de l'énergie, l'IPC en glissement annuel est de 7,6 %.

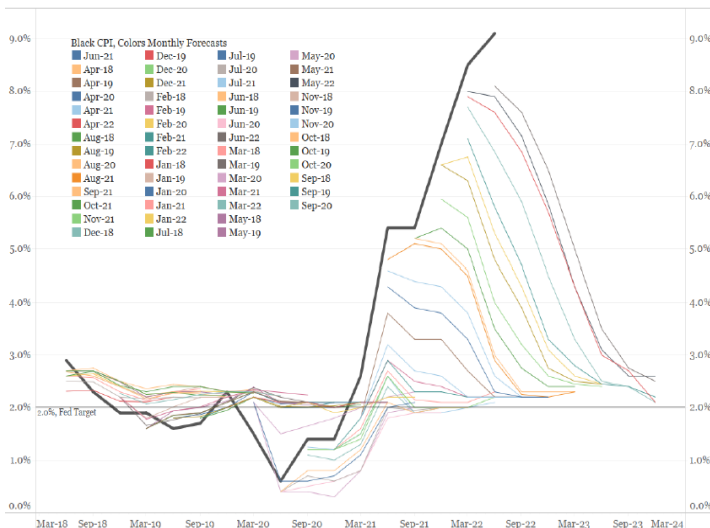
D'une part, le resserrement des banques centrales était attendu et présente des aspects positifs. Premièrement, avec la sortie de la BCE du territoire des taux d'intérêt négatifs, une taxe sur les banques européennes disparaît et des taux plus élevés sont bons pour les sociétés financières en général. Deuxièmement, l'attitude belliciste récente a clairement atténué les prévisions d'inflation. Les analystes de Wall Street prévoient désormais que l'inflation américaine reviendra dans la fourchette de 2 à 3 % d'ici mars 2024. Malheureusement, ni le point mort d'inflation des TIPS à 5/5 ans ni l'enquête du Michigan sur l'inflation à 5/10 ans n'ont prédit l'inflation avec précision dans le passé...

D'autre part, le resserrement monétaire risque de faire entrer l'économie en récession. Aux États-Unis, le PIB s'est déjà contracté au premier trimestre (-0,9 % en glissement trimestriel). La Fed d'Atlanta prévoit également une contraction au deuxième trimestre, ce qui signifierait - si cela se concrétise - que les États-Unis sont en récession.

Une hypothèse courante est que les marchés baissiers précèdent les récessions. Or, c'est généralement le contraire qui est vrai. Dans huit des onze marchés baissiers depuis 1929, l'économie était déjà au milieu d'une récession lorsque le marché boursier est entré en territoire baissier. Ainsi, la forte correction du marché des actions depuis le début de l'année correspondrait à cette image. La courbe du Trésor américain à 2 ans/10 ans est déjà inversée. Si les banques centrales poursuivent leurs hausses et que même l'extrémité courte de la courbe s'inverse, un signal supplémentaire de récession aux États-Unis serait en place. Les indices PMI manufacturiers sont en baisse, y compris aux États-Unis (52,2), et sont déjà négatifs dans la zone euro (49,8).

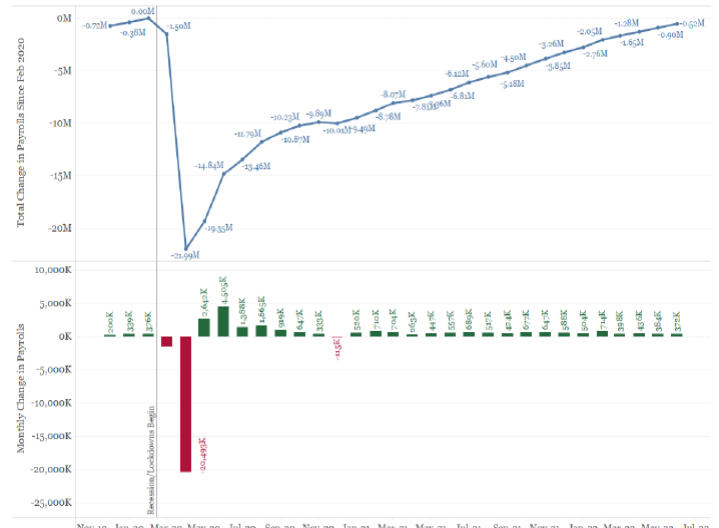
Les banques centrales sont confrontées au dilemme d'économies et de marchés du travail forts qu'elles peuvent être amenées à "casser" afin de maîtriser l'inflation. Les économies endettées devront cependant faire face à des taux d'intérêt plus élevés et les banques centrales pourraient donc choisir de s'accommoder d'une inflation un peu plus élevée. Toute donnée plus faible de l'économie réelle réduira les attentes de hausse des taux, ce qui conduira à un scénario dans lequel "les mauvaises nouvelles sont de bonnes nouvelles" pour les actions. Enfin, les élections de mi-mandat aux États-Unis ainsi que les tensions géopolitiques en Ukraine et à Taïwan continueront de peser sur le sentiment.

Prévisions d'inflation de Wall Street



Source : Bianco Research LLC

Restauration des emplois post-pandémie aux États-Unis



Source : Bianco Research LLC

Revenu fixe : Les craintes de récession aident les obligations

Alors que l'économie réelle reste forte malgré les récents signes d'affaiblissement, une récession aux États-Unis est désormais largement attendue en raison de l'attitude belliciste de la Fed. Cela a conduit à une forte baisse de la courbe du Trésor en juillet. La partie 2 ans/10 ans de la courbe est désormais inversée et pour les échéances à 7 ans, les rendements ont chuté de près de 100 points de base depuis la mi-juin.

Pour les obligations, juillet a donc été un bon mois. Bien que le rendement total de l'indice Bloomberg US Aggregate Bond soit toujours le plus mauvais depuis les années 1970, il semble que les rendements totaux des obligations aient trouvé un plancher vers la mi-juin. L'orientation future du marché obligataire dépendra de l'inflation et de la réaction des banques centrales à celle-ci. Mais on peut affirmer sans risque de se tromper que la hausse des rendements constitue déjà à elle seule un soutien pour les rendements totaux des titres à revenu fixe en USD.

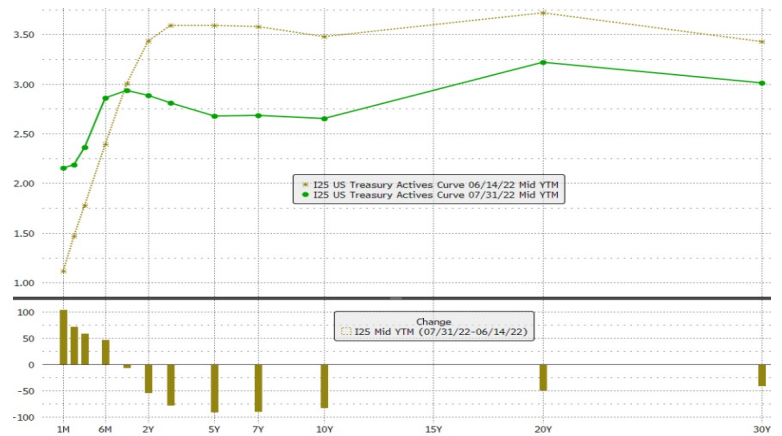
L'indice CIS Barclays mesurant les spreads HY en USD est passé de 6 à 5 % et l'indice Bloomberg Liquid Investment Grade a terminé le mois à 1,55 %.

Depuis 1973, la Fed n'a jamais cessé de relever ses taux avant que le taux des fonds fédéraux soit supérieur à l'IPC. Si cela se répète cette fois-ci, soit la Fed devra augmenter encore plusieurs fois ses taux (de 2,5 % actuellement), soit l'IPC chutera rapidement (de 9,1 % actuellement).

Notre scénario de base se situe quelque part entre les deux : les banques centrales continueront à relever les taux plusieurs fois avant que l'inflation ne diminue. Nous pensons toutefois que l'inflation restera structurellement plus élevée que ce que prévoit actuellement le marché.

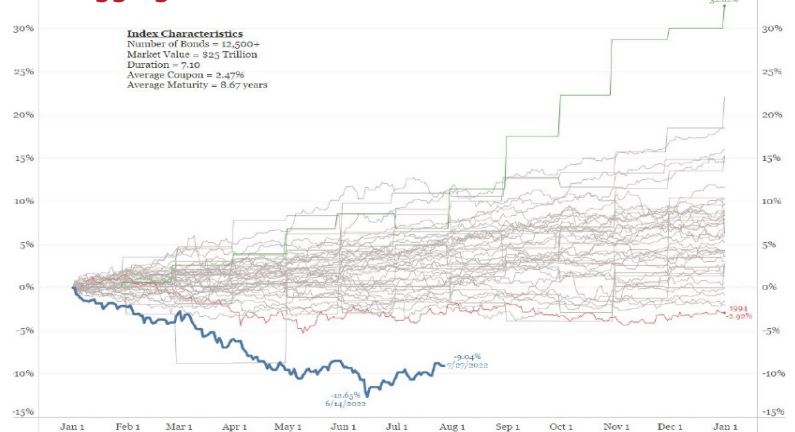
La hausse des taux d'intérêt dans la zone euro expose toujours les "maillons faibles de la chaîne". Les écarts entre les obligations d'État italiennes et les obligations d'État allemandes ont presque doublé depuis le début de l'année. Compte tenu de l'agitation politique et du niveau élevé de la dette, cette situation devrait constituer un facteur important pour la politique future de la BCE et les marchés boursiers européens. La BCE a donc mis en place l'Instrument de protection de la transmission (IPT) - un outil visant essentiellement à dissuader les spéculateurs contre la monnaie unique.

Déplacement de la courbe des rendements américains 14.6.22 - 3.8.22



Source : Bianco Research LLC

Rendement total en cumul annuel - Indice Bloomberg US Aggregate



Source : Bianco Research LLC

Écart entre le gouvernement italien à 10 ans et l'Allemagne



Source : Bloomberg

Actions : Les marchés entament le second semestre avec une forte reprise.

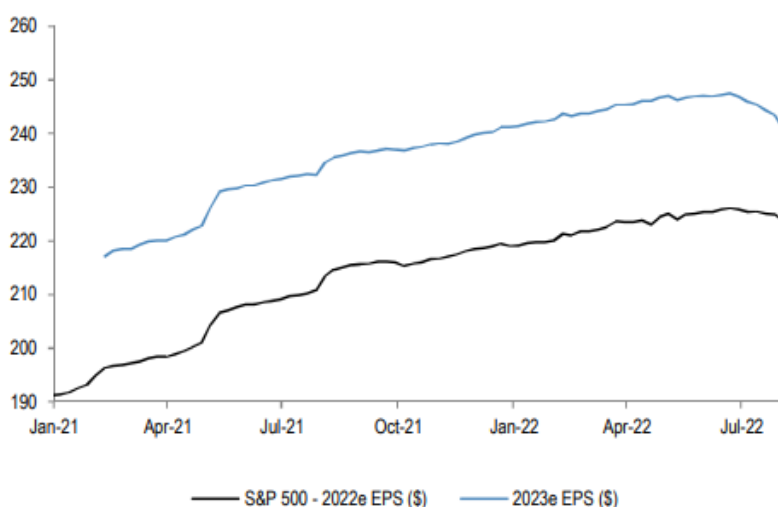
Après un premier semestre difficile, les marchés mondiaux ont enregistré de solides performances en juillet, l'indice S&P 500 gagnant plus de 9 % et l'indice MSCI World près de 8 %, ce mois étant le meilleur depuis novembre 2020. C'est remarquable, car c'est un mois où nous avons eu plusieurs vents contraires macroéconomiques, comme des indicateurs avancés plus faibles et une inflation des consommateurs plus élevée que prévu. La performance a été soutenue par la baisse des taux d'intérêt, les investisseurs ayant diminué leurs attentes quant à l'ampleur de la hausse des taux par la Réserve fédérale, alors que les conditions économiques commencent à se détériorer. Dans ce contexte, certains des secteurs qui ont été le plus durement touchés cette année par la hausse des taux et qui ont entraîné une réévaluation significative des valorisations, ont été en juillet parmi les meilleurs secteurs, l'IT gagnant plus de 13 %.

Malgré ces forts gains en juillet, nous pensons que les prochains mois continueront d'être volatils et que les investisseurs devraient donc maintenir une approche équilibrée dans leurs portefeuilles d'actions. Alors, que nous continuons à appréhender la combinaison de plusieurs impacts tels que l'inflation élevée, les perturbations de la chaîne d'approvisionnement, les risques géopolitiques, le resserrement des conditions financières et la détérioration de l'activité économique, il est difficile de voir une raison pour que la volatilité diminue à court terme. Les fortes reprises à court terme pendant un marché baissier ne sont pas rares, car elles peuvent être justifiées par des nouvelles relativement meilleures ou également dues à des facteurs techniques tels que la compression des positions courtes. Bien que nous restions investis en actions, nous continuons à adopter une approche prudente, car il pourrait y avoir une nouvelle baisse à court terme.

Alors, que nous approchons des phases finales de la saison des résultats du deuxième trimestre, avec plus de 80 % des entreprises américaines ayant publié leurs résultats, les bénéfices sont restés résilients malgré les indicateurs macroéconomiques révélant une détérioration des conditions. *75 % des entreprises ont présenté des résultats supérieurs aux attentes*, ce qui est légèrement inférieur à la moyenne sur cinq ans de 77 %, *avec une croissance des bénéfices de 6,7 %, supérieure aux 4,0 % attendus pour ce trimestre*. En termes de secteurs, l'énergie continue d'offrir une croissance exceptionnelle des bénéfices, avec une augmentation de près de 300 % des bénéfices au deuxième trimestre. Les secteurs de l'industrie, des matériaux et de l'immobilier affichent également des taux de croissance solides de 27 %, 13 % et 11 %, respectivement.

En ce qui concerne les prévisions, les estimations de bénéfices pour le second semestre ont été réduites de -3,8% et sont désormais inférieures à celles du début de l'année. Pour 2023, les prévisions de croissance des bénéfices ont également baissé. Néanmoins, d'un point de vue absolu, les BPA de 2023 sur le S&P 500 devraient être d'environ 240 \$, soit plus que les 220 \$ prévus plus tôt dans l'année. *La croissance des bénéfices pour l'ensemble de l'année 2022 est maintenant attendue autour de 10 %, également plus élevée que ce qui était prévu en début d'année.*

S&P500 2022e and '23e EPS



'22e and '23e consensus EPS growth expectations

	2022e EPS Growth, %		2023e EPS Growth, %	
	Current	Jan '22	Current	Jan '22
MSCI World	10.9%	7.1%	6.4%	8.6%
S&P 500	10.1%	8.7%	7.7%	10.1%
Stoxx 600	15.6%	7.1%	3.4%	6.8%
Euro Stoxx	13.5%	8.2%	4.9%	8.7%
FTSE 100	17.6%	4.2%	0.0%	3.1%
Topix*	11.2%	8.2%	5.6%	7.2%
EM	9.9%	5.4%	7.5%	9.9%

Source : J.P Morgan, IBES

Forex et matières premières : Pas de fin en vue pour le rallye du dollar.

Après avoir atteint un nouveau sommet de la décennie à la mi-juillet à 109,3. Le Dollar Index a glissé de -2,85% mais a rapidement repris son élan lorsque les responsables de la Fed ont clairement indiqué qu'ils resteraient en avance sur leurs pairs et continueraient à maintenir leur politique de hausse des taux.

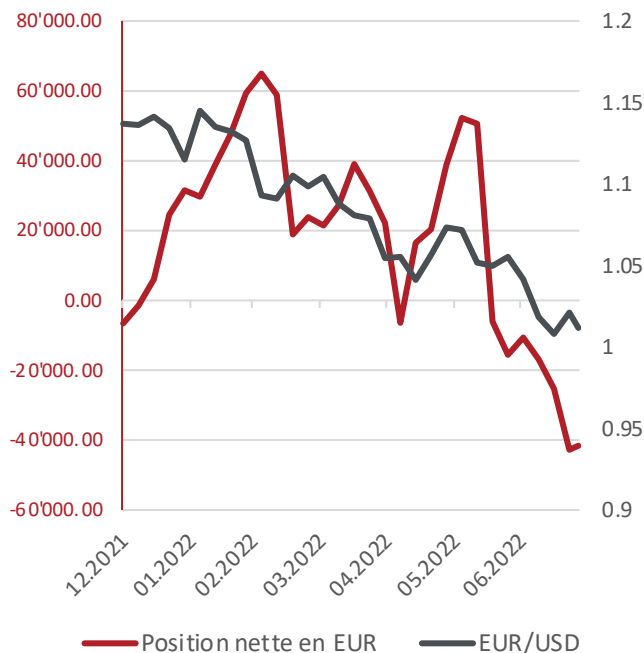
Un nouveau paradigme émerge car l'économie mondiale devrait ralentir de manière significative, une voie qui n'est généralement pas en faveur de l'USD. Cependant, pour que l'USD s'affaiblisse, il faudrait voir un régime politique plus préoccupé par le ralentissement économique que par l'inflation, ce qui n'est pas encore le cas. De plus, pour la plupart des autres devises, il est encore plus difficile de s'attendre à un renforcement par rapport au billet vert dans un tel environnement. Par conséquent, un changement à court ou moyen terme de la trajectoire du dollar semble peu probable. Le sentiment des investisseurs mondiaux reste que la force du dollar n'a pas encore atteint son apogée.

L'euro est passé brièvement sous la parité avec le dollar. La monnaie européenne a connu une certaine reprise en juillet et s'est stabilisée au niveau de 1,02. Cependant, l'euro a encore du mal à se redresser par rapport au dollar, principalement en raison de la politique molle de la BCE. À court terme, l'euro devrait rester dans une zone de consolidation, offrant une résistance à 1,03 contre le dollar, tandis que les 1,01 en dessous offrent un soutien. *Cependant, la possibilité d'assister à un nouveau passage de l'EUR/USD sous la parité et d'y rester, est toujours présente.* Techniquement, la paire est maintenant largement influencée par les titres et les fonds spéculatifs. Après avoir été assez neutre sur l'euro pendant une grande partie de l'année : Les fonds spéculatifs sont devenus principalement vendeurs en juillet alors que la parité était presque atteinte et sont devenus l'un des principaux moteurs de l'affaiblissement de l'euro. En conséquence, la localisation d'un outstrike à la parité agit comme un "trou noir" pour les investisseurs forex, une fois que le spot entre dans cette zone, il pourrait être difficile d'en sortir. Le niveau clé de la parité pourrait être cassé à nouveau et cette fois-ci, il est probable que l'on aille beaucoup plus bas et plus longtemps en dessous (0,98 comme prochain objectif).

L'USD/CHF a reculé après avoir touché le support à 0,9650. On pourrait s'attendre à un nouveau rebond à court terme du dollar, mais le franc suisse semble désormais établi dans une configuration avec une cassure à la hausse à 0,9550 et une résistance à 0,9885. Quant à l'EUR/CHF, il est maintenant bien consolidé sous la parité.

L'anticipation d'une hausse de l'inflation au Japon a poussé la paire USD/JPY à accélérer son mouvement de baisse par rapport au sommet de 24 ans atteint en juillet. Malgré cela, la BOJ a maintenu son statu quo et a continué à maintenir sa politique monétaire de perte. *L'or et les autres métaux précieux arrivent à un tournant,* d'un côté l'or pourrait continuer à se redresser car les tensions géopolitiques ne vont pas disparaître de sitôt. De l'autre côté, la perspective d'une hausse continue des taux d'intérêt à court terme pourrait faire basculer la direction du prix vers un nouveau niveau de baisse similaire à celui de 2013.

Les traders sont devenus Net Short sur les positions en EUR, ce qui a eu un impact sur la direction de l'EURUSD.



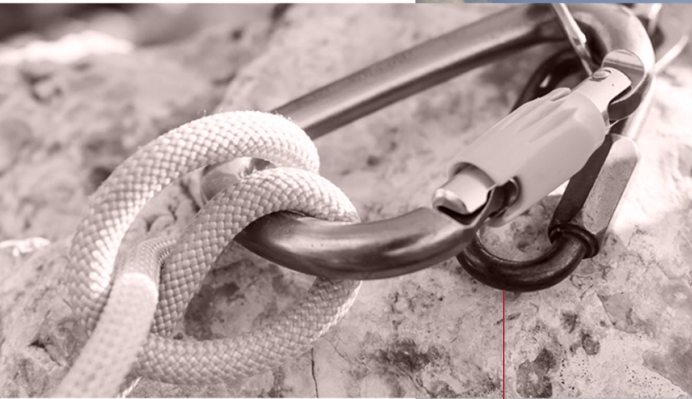
Source : Bloomberg

Orientation historique de l'or par rapport aux rendements du Trésor à 10 ans, quelle voie pour l'or ?



Source : Bloomberg

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.