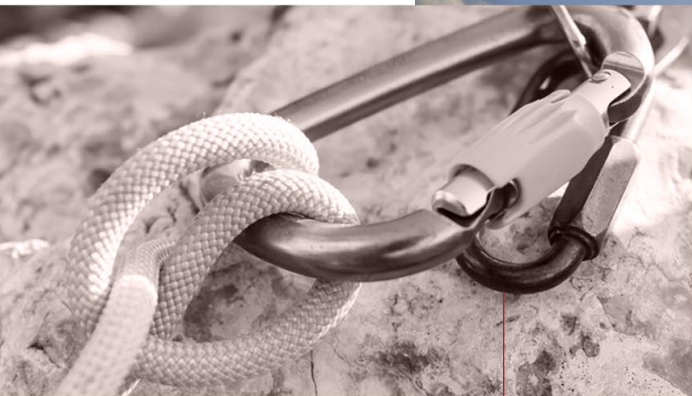


THE ESSENCE



OF FREEDOM



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

Principaux points à retenir

- Le mois de septembre a été l'un des pires mois pour les actifs financiers depuis 2020, les marchés étant volatils, l'indice VIX dépassant les 30 points et atteignant 35 points.
- Dans un environnement où l'inflation reste à des niveaux extrêmement élevés, avec une inflation supérieure à 8 % aux États-Unis et à 10 % en Europe, les banques centrales ont maintenu leur attitude belliciste. Tant en Europe qu'aux États-Unis, les banques centrales ont relevé leurs taux de 75 points de base. Jerome Powell a réaffirmé l'engagement de la Fed à combattre l'inflation..
- Alors que les banques centrales ont maintenu leur trajectoire de hausse des taux, les prévisions macroéconomiques ont été revues à la baisse. Aux États-Unis, la croissance du PIB a été revue nettement à la baisse cette année et l'année prochaine, avec des prévisions d'inflation plus élevées et, plus important encore, le FOMC voit désormais le chômage atteindre 4,4 % l'année prochaine.
- La corrélation positive entre les titres à revenu fixe et les actions demeure. Les obligations ont une fois de plus été durement touchées par le ton hawkish des banques centrales
- Le retrait des liquidités a été important pour les marchés d'actions. Le S&P 500 est maintenant revenu aux niveaux de novembre 2020 et a perdu 10 000 milliards de dollars de valeur de marché depuis le début de l'année.
- Le stress du marché est devenu encore plus évident avec les inquiétudes concernant le Crédit Suisse, qui tente de trouver une nouvelle stratégie de redressement. Dans le même temps, sa capitalisation boursière a fortement chuté et les Credit default swaps (CDS) ont atteint leur plus haut niveau depuis la crise bancaire de 2008. Mais pour l'instant, nous sommes loin du scénario Lehman que l'on peut lire dans les médias avec les éléments actuellement disponibles.
- Le dollar américain, une fois de plus, a démontré son statut de valeur refuge, en s'appréciant à son plus haut niveau depuis 35 ans. Ce mouvement a également été soutenu par le report net que les investisseurs mondiaux reçoivent en détenant le dollar américain plutôt qu'une autre devise.

Revue : Un mois de septembre douloureux

Le mois de septembre a été difficile pour les investisseurs en actions et en titres à revenu fixe, en particulier ceux dont la duration est plus longue, après une nouvelle hausse de 75 points de base par la Fed, qui a fixé son taux des fonds à 3,25 %. Le mouvement a été similaire en Europe, qui a relevé ses taux de 75 points de base pour atteindre 1,25 %, en Suisse de 75 points de base (0,50 %) et au Royaume-Uni, qui a porté ses taux à 2,25 % (50 points de base). Seul le Japon a laissé ses taux inchangés à -0,10%.

L'inflation continue d'augmenter, laissant peu d'espoir que le resserrement monétaire s'arrête ou diminue en 2023.

Le sentiment négatif qui a dominé le mois de septembre a été exacerbé lorsque le Royaume-Uni a annoncé son plan de mini-budget non financé, qui érode davantage ses déficits jumeaux. Il n'a fallu que quelques jours pour que le rendement des obligations britanniques à 10 ans passe de 3,5 % à 4,5 % et que la livre sterling perde plus de 9 cents. La situation aurait pu être pire si la BoE n'était pas intervenue pour soutenir le marché des taux d'intérêt.

Les principaux indices boursiers ont chuté, affichant des pertes comprises entre -5,23% pour le FTSE 100 et -10,44% pour le Nasdaq. Le S&P500 a terminé juste en dessous de -10% à -9,22%. L'Europe a surperformé les États-Unis, ne perdant "que" -5,54%. L'Ibovespa a terminé légèrement positif à 0,47%.

Du côté des titres à revenu fixe, l'indice BBG Global Aggregate a clôturé le mois à -5,14%, le BBG Euro Aggregate à -3,69%, l'EMBI à -6,07% et le Global High Yield à -3,63%.

Aux États-Unis, les secteurs de l'informatique et de l'immobilier ont sans surprise reculé respectivement de 12,01% et 13,15%, tous deux souffrant des hausses de taux et du doublement des taux hypothécaires aux États-Unis depuis un an pour le second.

L'indice DXY a progressé de 3,14% pour s'établir à 112,117.

Le rendement du 10 ans américain a terminé le mois en hausse de 64bps, le bund de 57bps et le Gilt britannique de 129bps.

L'indice Bloomberg Commodity s'est contracté, pour le deuxième mois de l'année, de 8,35 %, réduisant son gain annuel à 12,42 %.

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	3,586	-1.50	-13.26	-9.22	-4.89	-23.88	15
Nasdaq	10,576	-1.51	-14.86	-10.44	-3.91	-31.99	20
Russell 2000	1,665	-0.60	-13.80	-9.57	-2.18	-25.11	17
Euro Stoxx 50	3,318	1.19	-9.41	-5.54	-3.65	-20.40	10
Stoxx 600 EUR	388	1.30	-10.06	-6.43	-4.24	-18.05	10
FTSE 100	6,894	0.18	-7.53	-5.23	-2.80	-3.78	8
SMI	10,268	1.39	-6.64	-5.29	-4.28	-17.98	14
NIKKEI 225	25,937	-1.83	-7.67	-6.99	-0.94	-8.19	14
CSI 300 China	3,805	-0.58	-6.67	-6.67	-14.29	-21.40	11
MSCI EM Index	876	0.29	-10.87	-11.71	-11.46	-26.99	10

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	3,586	-1.50	-13.26	-9.22	-4.89	-23.88	15
UTILITIES	333	-1.97	-13.79	-11.34	-5.99	-6.51	18
ENERGY	553	-0.90	-12.26	-9.45	2.16	34.49	8
TELECOM	162	-1.66	-15.13	-12.15	-12.71	-39.04	13
CONS STAPLES	696	-1.79	-11.37	-7.99	-6.62	-11.83	18
REAL ESTATE	226	1.03	-16.30	-13.15	-11.03	-28.93	30
CONS DISCRET	1,122	-1.83	-12.80	-8.06	4.36	-29.89	20
MATERIALS	428	-0.29	-13.31	-9.35	-7.13	-23.75	13
HEALTH CARE	1,411	-1.40	-6.17	-2.60	-5.18	-13.08	15
INFO TECH	2,080	-1.94	-17.16	-12.01	-6.21	-31.44	18
FINANCIALS	504	-1.09	-11.02	-7.76	-3.10	-21.25	11
INDUSTRIALS	701	-1.30	-14.64	-10.48	-4.72	-20.72	15

Currency % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
DXY	112.117	-0.12	3.17	3.14	7.10	17.19
EUR-USD	0.9802	-0.13	-1.66	-2.51	-6.51	-13.79
USD-JPY	144.74	0.19	5.56	4.16	6.65	25.77
USD-CHF	0.9870	1.17	2.11	0.97	3.34	8.12
EUR-CHF	0.9674	1.05	0.40	-1.58	-3.37	-6.76
GBP-USD	1.1170	0.48	-5.33	-3.89	-8.28	-17.45
EUR-GBP	0.8775	-0.60	3.86	1.44	1.93	4.30
JP EM FX Index	48.44	-0.58	-3.51	-3.24	-6.21	-7.86

10 yr Yield Bps Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
US	3.83	4	72	64	232	232
Germany	2.11	-7	74	57	229	229
UK	4.09	-5	140	129	312	312
SWITZERLAND	1.23	-8	40	40	137	137
Japan	0.24	-1	2	2	17	17
US IG Spread	177	-6	28	23	77	77
US High Yield spread	585	-8	95	63	315	315
EUR High Yield spread	659	5	91	84	312	312

Commodity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
BBG Commo Index	111.5	-0.96	-10.63	-8.35	-4.75	12.42
Gold Spot \$/OZ	1660.6	0.00	-5.17	-2.95	-8.12	-9.22
Crude Oil WTI	79.5	-2.14	-16.89	-11.23	-24.84	3.25

Volatility	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
VIX	31.6	-0.22	8.80	5.75	10.14	14.40

Source: Bloomberg 09/30/2022

Macro et taux : Normalisation des taux dans le monde

L'ère de la philanthropie des banques centrales est officiellement terminée. Au cours de la troisième semaine de septembre, les banques centrales des marchés développés ont procédé à un relèvement cumulé de 350 points de base. Si l'on ajoute les marchés émergents, le total des hausses de taux a atteint 1137,5 pb.

Bien sûr, la réunion de la Fed du 21 septembre était la plus attendue. Et une fois de plus, la banque centrale américaine dirigée par J. Powell a réaffirmé le message "whatever it takes", indiquant que l'époque des liquidités abondantes et abondantes est révolue pour un temps. Dans les détails, la réunion a eu un goût clairement hawkish avec la médiane des dots se déplaçant vers 4,625% comme taux maximum des Fed funds en 2023, bien plus que ce que quiconque avait prévu. Les Dots ont également montré que les membres de la Fed sont d'accord pour maintenir les taux au-dessus de 4% pour la majorité de 2024. Les prévisions macroéconomiques ont été naturellement revues à la baisse : La croissance du PIB a été revue fortement à la baisse cette année et l'année prochaine, avec des prévisions d'inflation plus élevées et, surtout, le FOMC voit maintenant le chômage passer à 4,4 % l'année prochaine et les taux remonter, ce qui illustre la douleur à court terme avec laquelle ils sont prêts à vivre.

Mais pour l'instant, si l'on excepte le krach observé sur les indices boursiers et à revenu fixe, la normalisation de la politique monétaire n'a pas donné de résultats significatifs. L'emploi, en particulier aux États-Unis, reste sain et l'activité économique ne ralentit pas assez vite pour faire baisser l'inflation.

À ce stade, les données préliminaires concernant l'inflation européenne (supérieure à 10 % en glissement annuel en septembre) et le Core PCE américain (l'une des mesures de l'inflation préférées de la Fed) ne laissent pas présager un pivot prochain. Au contraire, les banques centrales, la Fed en tête, sont en passe de poursuivre, voire d'accélérer leurs cycles de hausse, "quoi qu'il en coûte".

Dans certains pays, le resserrement monétaire commence à créer des tensions avec les gouvernements. Au Royaume-Uni, le chancelier Kwasi Kwarteng a annoncé un plan de relance budgétaire non financé de 45 milliards de livres sterling et probablement d'autres mesures à venir.

Suite à cette annonce, le marché obligataire et le marché des changes se sont révoltés car la Banque d'Angleterre n'est manifestement pas d'humeur à procéder à un assouplissement quantitatif au cours d'un cycle de hausse sévère et brutal. Le rendement du Gilt britannique à 10 ans a augmenté de 100 points de base pour atteindre 4,5 %, un niveau jamais atteint depuis 2008, tandis que la livre a atteint son plus bas niveau historique par rapport au dollar américain. Si ces mouvements de marché ont un goût de "style marchés émergents", ils constituent également une alarme pour le Royaume-Uni. Les marchés anticipent désormais une hausse des taux d'intérêt encore plus agressive, de 150 points de base, pour la réunion de novembre, tandis que le FMI a ouvertement critiqué les plans fiscaux britanniques, exhortant le gouvernement à revoir sa politique fiscale.

Au Japon, c'est une autre histoire. Alors que la Banque du Japon continue de maintenir les taux d'intérêt à zéro, de contrôler la courbe des rendements et de continuer à imprimer de l'argent, le ministère japonais des finances a décidé d'intervenir sur les marchés pour soutenir le yen, la monnaie développée qui s'est le plus dépréciée cette année. Non seulement le coût d'une telle politique est élevé, mais les effets jusqu'à présent ont été invisibles. L'histoire, (le Royaume-Uni et la livre sterling ou plus récemment la banque nationale suisse et le franc suisse) montre l'inefficacité de telles interventions.

Les probabilités d'une récession en un an ont considérablement augmenté. Les taux d'intérêt américains devraient culminer entre 4 et 5 %. Un atterrissage brutal ne peut être exclu s'ils approchent ou dépassent 5 %. La bonne nouvelle, en un sens, c'est que cette normalisation brutale des taux est sur le point d'être complètement amorcée et que certains indicateurs macroéconomiques suggèrent que nous ne sommes peut-être pas très loin de la fin de ce cycle.

La forme de la courbe des taux est l'un d'entre eux. Il y a un an, l'écart 10Y-2Y de la courbe américaine s'échangeait autour de +100bps. Il est désormais en territoire négatif, à son plus bas niveau historique de -67bps. Les courbes de rendement inversées, qui remontent au début des années 60, ont toujours coïncidé par le passé avec un pic des taux des fonds fédéraux, suivi d'un assouplissement de la politique.

Obligataire: Une pause dans la hausse des rendements

En septembre, les taux de base ont continué à augmenter, le rendement du Trésor américain à 10 ans atteignant 4,015% le 28.9.22. Le rendement du Bund allemand à 10 ans a atteint 2,35 %. Les obligations ont donc affiché un nouveau rendement mensuel négatif en septembre sur tous les segments. Au 29 septembre, les obligations d'entreprises américaines et l'indice Bloomberg Global Aggregate étaient en baisse d'environ 18 % et 20 % en cumul annuel, respectivement. Dans les derniers jours de septembre, une série de données macroéconomiques légèrement plus faibles que prévu aux États-Unis a mis fin à la forte hausse des rendements et la tendance s'est inversée. Depuis, les courbes de rendement aux États-Unis et en Europe ont baissé de 40 points de base, le mouvement étant le plus fort dans la partie à 4 ans de la courbe allemande et dans la partie à 7 ans de la courbe américaine. La courbe américaine reste inversée dans la partie de 2 à 10 ans.

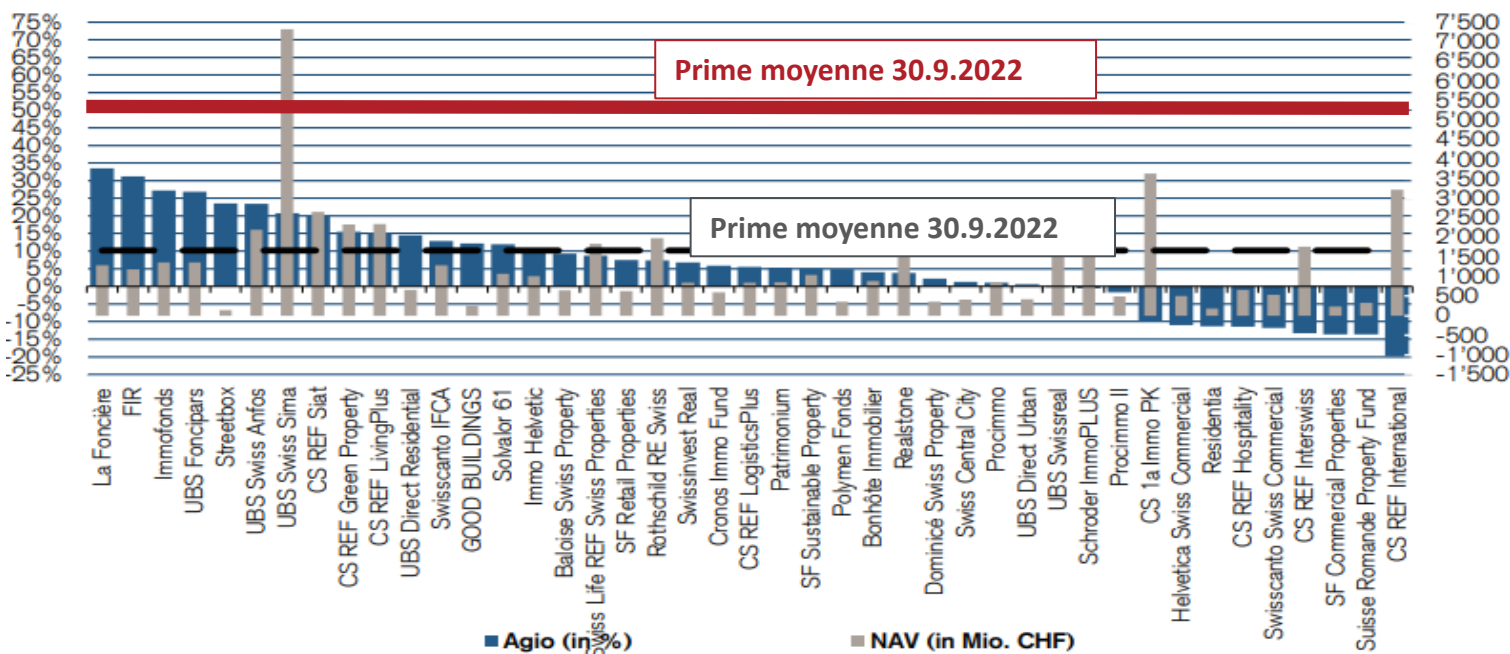
Le taux terminal attendu des Fed Funds a également baissé. Alors qu'il était prévu qu'il atteigne 4,65 % en mars 2023 le 23 septembre, il est maintenant attendu qu'il atteigne un sommet de 4,4 % et diminue plus rapidement par la suite. Cependant, le président de la Fed, M. Powell, a laissé entendre que nous devrions voir des taux réels sur l'ensemble de la courbe des taux... avec le US YoY Core PCE qui se situe actuellement à 4,9 %, nous avons encore du chemin à parcourir... pour les taux ou pour l'inflation.

Cette année et le mois de septembre en particulier ont été difficiles pour les obligations. L'indice ICE BofA MOVE, un indice mesurant la volatilité implicite des options sur le Trésor, est passé à 159, un niveau jamais atteint depuis 2008 (hormis un bref pic pendant la pandémie). Une autre préoccupation a été la diminution de la liquidité du marché du Trésor, mesurée par l'indice Bloomberg US Government Liquidity, qui est passé à 2,93, un niveau jamais atteint depuis 2010 (hormis mars 2020).

L'immobilier, une classe d'actifs sensible aux taux d'intérêt, a également souffert. L'indice SWIIT, composé de tous les fonds immobiliers cotés en bourse en Suisse, a chuté de 17,5 % depuis le début de l'année. La hausse des taux à court terme en CHF, comme le Saron, a exercé une pression à la hausse sur les taux hypothécaires et a donc entraîné une réévaluation de ces fonds. Alors qu'ils se négociaient avec des primes d'environ 45% l'année dernière, la prime moyenne est maintenant d'environ 10%. Jusqu'à présent, les logements vacants restent à des niveaux records.

Signe de l'agitation qui règne sur le marché, de grands fonds comme UBS Direct Urban et Credit Suisse Green Property ont retardé les augmentations de capital prévues. Toutefois, les rendements moyens ont de nouveau augmenté pour atteindre environ 3 %, ce qui se compare bien au rendement des obligations du gouvernement suisse à 2 ans, actuellement de 0,5 %. Le caractère non imposable de la distribution et l'exonération de l'impôt sur la fortune de certains de ces fonds constituent un autre avantage.

Fonds immobiliers cotés en bourse en Suisse - primes et décotes au 30.9.2022



Actions : Nous sommes au plus bas de l'année après le pire mois pour les actions américaines depuis 2020

Le mois de septembre n'a pas échappé à la tradition d'être le pire mois de l'année.

Avec la stratégie restrictive des grandes banques centrales, les actifs financiers ont continué de souffrir en septembre qui a été, comme d'habitude, l'un des pires mois de l'année. Il s'agit de la plus forte baisse mensuelle depuis Covid-19 en mars 2020. Le S&P 500 a perdu 370 points, soit plus de 9 % en septembre. Nous sommes maintenant revenus aux niveaux de novembre 2020 et le S&P 500 a perdu 10 trillions de dollars en valeur de marché depuis le début de l'année.

Jackson Hole aura été le point culminant du marché et depuis le discours de Powell en août, le marché a du mal à reprendre son souffle. La volatilité et les violents hauts et bas restent omniprésents et rendent les investisseurs nerveux. L'indice de volatilité VIX a franchi la barre des 30 points pour la première fois depuis juin et a même approché les 35 points le 28 septembre. Avec l'incertitude qui règne sur les marchés, il n'y a pas eu d'introduction en bourse de plus de 50 millions d'euros dans le secteur technologique américain en 240 jours - une première pour les 20 dernières années selon le Financial Times. En clôturant le 3e trimestre, nous constatons que le Nasdaq, sur les trois premiers trimestres de l'année 2022, a connu de loin sa pire performance depuis 2008

Le troisième trimestre a bien commencé, mais il s'est terminé par une forte baisse.



Credit Suisse is another source of stress for the market.

Credit Suisse's (CS) market capitalization has fallen sharply and is now well below Deutsche Bank's. The head of CS has asked investors for less than 100 days to find a new turnaround strategy. Credit default swaps (CDS), which investors buy to insure against defaults, have reached their highest level since the 2008 banking crisis. But for now, the talk is more of a restructuring of their business and it is far from a Lehman-like scenario as reported in the media with the evidence currently available.

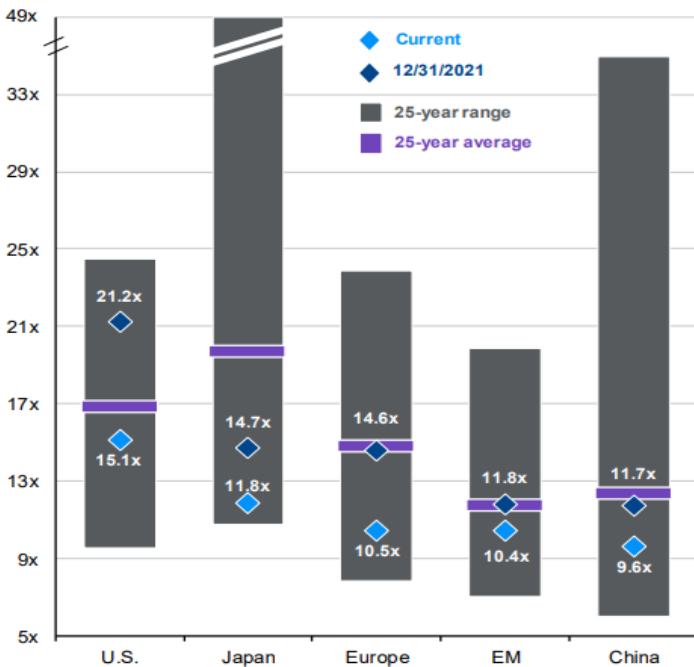
Europe has outperformed the U.S. over the past month.

On the good news side, let's point out the positive seasonality of October and the fact that we are not far from the FED's pivot that could take place in the first quarter of 2023. Despite geopolitical issues and the energy crisis, Europe has outperformed the U.S. markets in recent weeks. If we look at the normalized P/E of the S&P 500, we can also see that U.S. stocks are not that cheap.

Favoring European and Japanese stocks over U.S. stocks because of their cheaper currencies and relatively cheap valuations might be a good idea.

Global valuations

Current and 25-year next 12 months price-to-earnings ratio



Forex et matières premières : Le dollar américain à son plus haut niveau depuis 35 ans

Si les raisons pour lesquelles le dollar américain est devenu si fort ces derniers temps ne sont pas tout à fait claires, nous pouvons néanmoins mettre en évidence quelques moteurs différents.

Tout d'abord, le dollar américain est LA monnaie refuge et a tendance à s'apprécier lorsque les actifs risqués sont en baisse. Un autre facteur est naturellement le portage net que les investisseurs mondiaux reçoivent en détenant le dollar américain plutôt qu'une autre devise. Jusqu'à présent, la Fed a mené la normalisation des taux et a été plus agressive dans le relèvement des taux que toutes les autres banques centrales développées. Compte tenu de la géopolitique et de l'environnement macroéconomique actuels, il semble que les deux moteurs mentionnés ci-dessus soient toujours en action pour maintenir la force du dollar américain, jusqu'à ce que nous observions une résolution de la guerre Russie/Ukraine ou un pivot de la Fed.

Le ministère japonais des finances a décidé d'intervenir sur les marchés pour soutenir le yen. L'histoire montre que les interventions sur les marchés des changes ne sont pas efficaces et sont coûteuses.

Néanmoins, dans une perspective de risque événementiel, nous trouvons le yen attractif. En effet, étant donné le niveau actuel de sous-évaluation de la monnaie japonaise, des pressions s'exercent sur la Banque du Japon pour qu'elle abandonne son contrôle de la courbe des taux. Une telle décision déclencherait une appréciation rapide et massive du yen.

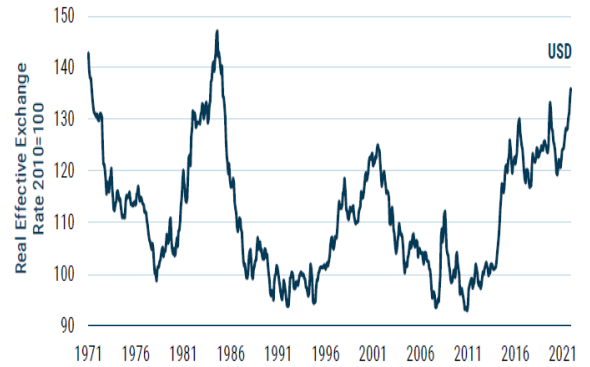
Une autre paire de devises montre un certain intérêt. L'EUR/SEK se négocie actuellement à proximité d'un sommet historique. Et ce, malgré des fondamentaux bien meilleurs.

En effet, la Suède affiche un déficit budgétaire de -0,2% contre -5,1% pour l'Europe tandis que la dette suédoise par rapport au PIB s'élève à 36,7% contre 95,6% pour la zone euro. Plus extravagant, l'écart entre les deux monnaies en termes de PPA (parité de pouvoir d'achat) a atteint un sommet ultime, proche de 30%. Compte tenu des fondamentaux, des niveaux actuels et du portage positif, la couronne suédoise semble attrayante par rapport à l'euro.

Le pétrole brut rebondit à nouveau après s'être négocié sous les 80 USD pb. Techniquement, le pétrole a touché et maintenu le bas du canal ascendant dans lequel nous sommes depuis novembre 2020.

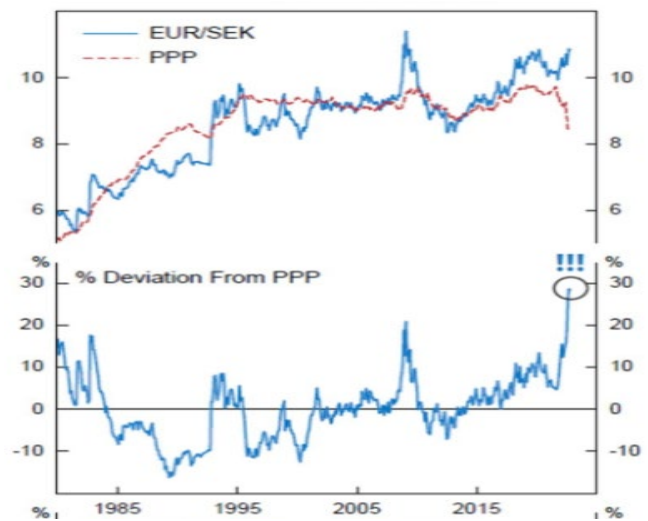
Plusieurs raisons pourraient soutenir les prix du pétrole pour une nouvelle hausse en fin d'année. L'accord avec l'Iran semble peu probable à court terme. L'économie américaine reste résiliente pour l'instant et la perspective que la Chine commence à assouplir le Covid zéro après le Congrès du Parti le 16 octobre et qu'elle rouvre ses portes apporte certainement un soutien au pétrole.

USD Taux de change effectif réel



Data from August 1971 to June 2022 | Source: Bank of International Settlements

L'EUR/SEK dépasse les limites



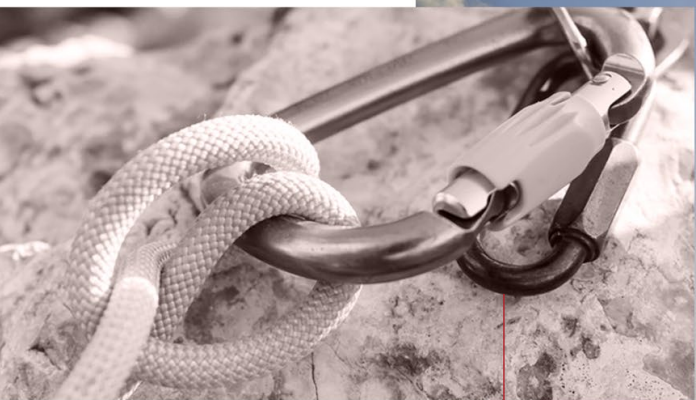
Les prix du pétrole ont trouvé un fond



Source: Bloomberg

THE ESSENCE

OF FREEDOM



En choisissant Cité Gestion, vous bénéficiez 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.

Avis de non-responsabilité 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 adressé 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 les analyses, sont données à titre d'information uniquement et ne doivent pas être interprétées comme une offre, un conseil ou une recommandation 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 s'efforce d'utiliser des informations fiables et complètes, Cité Gestion SA ne garantit en aucune manière que les informations contenues dans ce document sont exactes, complètes ou à jour. Toute décision basée sur ces informations doit être prise au risque de l'investisseur et Cité Gestion SA décline toute responsabilité pour toute perte ou dommage pouvant résulter directement ou indirectement de l'utilisation de ces informations. Etats-Unis : Ni ce document ni aucune de ses copies ne peuvent être envoyés, pris ou distribués aux Etats-Unis ou remis à une personne américaine. Ce document ne peut être reproduit (en totalité ou en partie), transmis, modifié ou utilisé à des fins publiques ou commerciales sans l'accord préalable écrit de Cité Gestion SA.