

THE ESSENCE

OF FREEDOM



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

Points clés

- Avec la levée des restrictions liées au Covid-19 à travers le monde, le mois de février a débuté sur une note plutôt optimiste pour la reprise mondiale. Mais cela était sans compter l'invasion de l'Ukraine par la Russie le 24 février.
- Les marchés ont réagi en plongeant en territoire négatif, la volatilité s'est accrue et les matières premières, à commencer par l'énergie, se sont envolées.
- Bien qu'il soit impossible de connaître l'ampleur et l'issue finale de ce conflit, la communauté internationale n'a guère tardé à réagir avec des sanctions particulièrement sévères à l'encontre de la Russie.
- L'économie américaine est la moins touchée par la guerre en Ukraine. C'est la raison pour laquelle nous ne pensons pas que la Fed soit dissuadée de relever ses taux. Compte tenu de ses besoins énergétiques, l'Europe est beaucoup plus exposée et il ne faut donc pas s'attendre à une hausse des taux avant 2023.
- Les risques géopolitiques ont entraîné une ruée sur les valeurs refuges au cours du mois. Le rendement des bons du Trésor à 10 ans s'est tassé de 2% à 1,68%.
- En février, le S&P 500 a chuté de 3,1% tandis que l'Euro Stoxx 50 a perdu 6,0 %, ramenant leur performance depuis le début de l'année à -8,9% et -8,7%, respectivement.
- L'indice MOEX russe a plongé de 33,8% sur le seul mois de février et les émetteurs russes sont tombés en catégorie spéculative littéralement au lendemain de l'invasion. Les actions de la zone euro ont elles aussi été particulièrement touchées, notamment l'indice Euro Stoxx Banks (-11,7%), du fait des craintes entourant leur exposition.
- Le conflit en Ukraine a accentué les menaces qui pèsent sur les chaînes d'approvisionnement et alimenté les pressions inflationnistes. Le pétrole, aux côtés d'autres matières premières, a bondi d'environ 60% depuis début 2022, atteignant son niveau le plus élevé depuis 2008.
- L'inflation américaine et le durcissement du ton de la Fed ont accentué la pression haussière sur l'USD, l'indice du dollar progressant de 3,5% depuis le début du conflit et atteignant un plus haut depuis 21 mois.

Analyse : Février 2022

Russie et Ukraine

Avec la levée des restrictions liées au Covid-19 à travers le monde, le mois de février a débuté sur une note plutôt optimiste pour la reprise mondiale. Mais cela était sans compter l'invasion de l'Ukraine par la Russie le 24 février.

Bien que cet événement marque la concrétisation d'une tension accumulée depuis longtemps, les marchés ont tous réagi en plongeant en territoire négatif, la volatilité s'est accrue et les matières premières, à commencer par l'énergie, se sont envolées. Bien qu'il soit impossible de connaître l'ampleur et l'issue finale de ce conflit, la communauté internationale n'a guère tardé à réagir avec des sanctions particulièrement sévères à l'encontre de la Russie, plaçant le pays dans une situation sans précédent qui l'amènera probablement à faire défaut sur sa dette, à tout le moins en raison de son incapacité à effectuer des paiements internationaux.

Le S&P500 a clôturé le mois en baisse de 3,14% et le Nasdaq en repli de 3,43%, tandis que l'indice Russell 2000 a gagné 0,97%.

En Europe, le FTSE 100 a légèrement fléchi (-0,08%) et le SMI a lâché 1,96%. La correction a été plus marquée pour l'Eurostoxx50 qui a clôturé le mois en baisse de 6 %.

Dans le reste du monde, le Nikkei a lâché 1,76% et le Hang Seng 4,58%, tandis que le marché brésilien a arraché 0,89%. L'indice russe (RTS en USD) a sans surprise clôturé en baisse de 34,72%.

Sur le plan sectoriel aux États-Unis, seul le secteur de l'énergie a terminé dans le vert avec un gain de 6,37%. En revanche, les télécommunications ont plongé de 6,98%, suivis de l'immobilier à -5,09%.

L'indice du dollar a grappillé 0,18%. L'EUR/USD s'est déprécié de 0,13%, l'USD/CHF de 1,12%, la paire GBP/USD de 0,19% et le yen de 0,14%. Le recul le plus marqué a concerné le rouble, qui s'est déprécié de plus de 26% par rapport au dollar.

Les taux à 10 ans américains ont clôturé le mois à 1,82%, en hausse de 4 pb. Le rendement du Bund a progressé de 12 pb, clôturant février à 0,14%. L'indice Bloomberg Global Aggregate a clôturé le mois à -1,19%, le JPMorgan EMBI à -4%, l'indice Bloomberg Global High Yield à -2,39% et l'indice Bloomberg Core Developed Government à -0,89%.

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,374	-0.24	0.58	-3.14	-8.23	-8.93	18
Nasdaq	13,751	0.41	1.50	-4.58	-12.10	-12.10	24
Russell 2000	2,048	0.35	1.93	0.97	-8.78	-9.01	19
Euro Stoxx 50	3,924	-1.17	-1.54	-6.00	-8.71	-8.71	13
Stoxx 600 EUR	453	-0.09	-0.37	-3.36	-7.11	-7.11	13
FTSE 100	7,458	-0.42	-0.35	-0.08	1.00	1.00	11
SMI	11,987	-0.00	0.80	-1.96	-6.90	-6.90	16
NIKKEI 225	26,527	0.19	-2.19	-1.76	-7.87	-7.87	15
CSI 300 China	4,582	0.18	-1.14	-0.00	-7.26	-7.26	12
MSCI EM Index	1,172	1.48	-3.89	-3.00	-4.87	-4.87	11

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,340	-0.24	0.58	-3.14	-8.23	-8.93	18
UTILITIES	344	0.43	2.47	-2.32	-5.56	-5.56	18
ENERGY	535	2.57	3.91	6.37	26.54	26.54	13
TELECOM	233	-0.00	1.84	-6.98	-12.92	-12.92	16
CONS STAPLES	780	-1.32	-1.63	-1.50	-3.00	-3.00	20
REAL ESTATE	282	-1.77	0.87	-5.09	-13.19	-13.19	39
CONS DISCRET	1,395	0.60	-1.57	-4.06	-13.37	-13.37	21
MATERIALS	523	-1.18	-0.68	-1.43	-8.19	-8.19	16
HEALTH CARE	1,513	-0.75	1.94	-1.13	-7.95	-7.95	16
INFO TECH	2,677	-0.16	1.13	-5.02	-11.60	-11.60	22
FINANCIALS	640	-1.45	-1.72	-1.49	-1.57	-1.57	13
INDUSTRIALS	843	0.73	1.52	-1.10	-5.81	-5.81	17

Currency % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
DXY	96.704	0.10	0.70	0.18	1.09	1.21
EUR-USD	1.1219	-0.43	-0.80	-0.13	-1.32	-1.42
USD-JPY	114.96	-0.52	0.18	-0.14	-0.11	-0.06
USD-CHF	0.9169	-0.91	0.11	-1.12	0.44	0.44
EUR-CHF	1.0287	-1.43	-0.71	-1.23	-0.86	-0.78
GBP-USD	1.3422	0.09	-1.33	-0.19	-0.82	-0.95
EUR-GBP	0.8359	-0.50	0.54	0.09	-0.63	-0.63
JP EM FX Index	51.79	-2.30	-3.41	-2.91	-1.46	-1.46

10 yr Yield Bps Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
US	1.82	-15	-11	4	31	35
Germany	0.14	-10	-7	12	31	31
UK	1.41	-5	0	11	44	44
SWITZERLAND	0.26	-6	1	16	39	39
Japan	0.19	-2	-2	1	12	12
US IG Spread	132	-4	2	16	32	32
US High Yield spread	370	-19	-11	20	100	100
EUR High Yield spread	443	-17	18	57	97	97

Commodity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
BBG Commo Index	114.6	1.92	2.62	6.20	15.51	15.51
Gold Spot \$/OZ	1908.2	1.00	0.10	6.18	4.32	3.84
Crude Oil WTI	95.7	3.38	5.11	8.59	24.33	24.33

Volatility	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
VIX	30.2	2.56	2.40	5.32	75.09	12.93

Macro et taux : La Fed est indiscutablement « hawkish »

Alors que la crise du Covid commence tout juste à s'estomper, la Russie a choqué la planète en lançant une invasion inattendue de l'Ukraine.

Nous ne commenterons pas le conflit lui-même, car nous ne sommes pas des experts en géopolitique. En revanche, nous tenterons d'évaluer l'impact économique et monétaire global du conflit.

En premier lieu, l'impact principal porte sur l'énergie.

Le PIB de l'Ukraine représente environ le double de celui du Luxembourg, tandis que celui de la Russie est légèrement supérieur à celui de l'Espagne. Ces deux pays ne représentent qu'une faible part du PIB mondial et la crise ne devrait pas remettre en cause une croissance mondiale qui demeure robuste. Les retombées économiques du conflit semblent maîtrisables.

Néanmoins, la flambée des prix des matières premières et du pétrole en particulier, et la durée de ce pic (en fait la durée de la guerre), provoqueront dans un premier temps un ralentissement de la croissance et une accélération de l'inflation ces prochains mois.

L'effet initial ne sera pas global. L'Europe est la plus exposée.

En effet, 21% des importations énergétiques de la zone euro proviennent de Russie. Pour sa part, la Russie ne consomme que 2,6% des exportations de la zone euro. Ce déséquilibre rend l'Europe vulnérable à sa dépendance envers l'énergie russe et le gaz russe en particulier.

De plus, l'Europe est exposée à la Russie via son secteur bancaire, mais cette exposition est relativement modeste. L'exposition de l'Autriche par exemple, dont les banques entretiennent de loin les liens les plus étroits avec la Russie, se limite à seulement 1,7% du PIB.

Malgré la vigueur actuelle des données économiques en Europe, nous pensons que la BCE devrait s'abstenir un temps de retirer ses liquidités. L'inflation due à la hausse des prix des matières premières, conjuguée à l'impact négatif sur la croissance économique, empêchera le durcissement de la politique de la BCE. La confiance des consommateurs européens devra certainement être surveillée, car l'impact psychologique de la guerre et la menace d'une guerre nucléaire en Europe auront certainement un impact.

La situation est différente dans le cas de l'économie américaine. Sa vulnérabilité à la hausse des prix du pétrole est nettement moindre que lors des pics précédents en 2007 et 2008.

À l'époque, le pays affichait un déficit commercial mensuel de 30 milliards de dollars sur les produits pétroliers. Aujourd'hui, grâce au développement de sa production intérieure, le solde est neutre. Par conséquent, nous pensons que l'économie américaine sera la moins touchée par la guerre en Ukraine. C'est la raison pour laquelle nous ne pensons pas que la Fed soit dissuadée de relever ses taux. Si une hausse de 50 points de base semble peu probable (mais pas impossible), la tendance reste clairement orientée en direction d'un resserrement monétaire. Sachant que la croissance américaine supérieure à la tendance devrait être épargnée par la guerre en Ukraine, nous pensons que la Fed sera en mesure de maintenir sa politique de resserrement. Toutefois, les anticipations de hausse musclée des taux comme celles observée plus tôt cette année sont peu susceptibles de se répéter compte tenu de l'environnement actuel.

La situation est dramatique pour l'Ukraine et pour le monde, et dangereuse pour les marchés qui vont rester volatils. En supposant un niveau raisonnable de désescalade, la situation actuelle fera néanmoins peser des risques baissiers sur la croissance et des risques haussiers sur l'inflation. Toutefois, les États-Unis et l'Europe ne sont pas dans la même situation. Compte tenu de ses besoins énergétiques, l'Europe est beaucoup plus exposée et il ne faut donc pas s'attendre à une hausse des taux avant 2023. Aux États-Unis, l'économie est relativement plus à l'abri des pressions inflationnistes et, par conséquent, la Fed laissera la fenêtre ouverte pour entamer la normalisation de sa politique monétaire.

Obligations : stagflation ?

En février, la Russie a envahi l'Ukraine, ce qui a fait grimper les prix des matières premières encore plus haut. En particulier, les matières premières agricoles se sont jointes à la hausse générale des prix, car l'offre issue du « grenier à blé de l'Europe » sera affectée.

Les risques géopolitiques accrus se sont traduits par une ruée sur les valeurs refuges durant le mois. Ainsi, le rendement des bons du Trésor à 10 ans est passé de 2% à 1,68% et le rendement des Bunds allemands à 10 ans est retombé en territoire négatif le 1^{er} mars après avoir atteint 0,3% en février.

La courbe des taux américaine s'est aplatie en particulier dans sa partie intermédiaire, celle des échéances 3 à 10 ans. La partie courte a moins évolué alors que le marché continue de tabler sur l'amorce du relèvement des taux de la Fed le 16 mars. Cependant, la probabilité d'une hausse de 50 pb a fortement diminué et les marchés n'intègrent qu'un relèvement de 25 pb. D'une certaine façon, la situation géopolitique aide la Fed.

Les données macroéconomiques américaines restent mitigées. Alors que la dernière enquête ADP sur l'emploi a changé, l'indice ISM des services, un indicateur avancé, est ressorti inférieur aux prévisions.

Si un certain ralentissement de l'économie n'est guère surprenant suite au rebond exceptionnel dans le sillage de la pandémie, certains indicateurs laissent entrevoir une croissance nettement plus faible ces prochains mois. La Fed d'Atlanta estime que la croissance américaine sera nulle au premier trimestre de cette année.

Nous assistons actuellement à deux évolutions : d'une part, l'inflation reste forte et, d'autre part, la dynamique de croissance semble s'essouffler. Les risques géopolitiques pourraient bien accentuer ces tendances, si bien que le risque de stagflation est dans tous les esprits.

En février, la détention d'emprunts d'État « sans risque » a permis de stabiliser des portefeuilles mis sous pression par la baisse des actions. Les spreads des obligations Investment Grade et à haut rendement ont toutefois continué à se creuser.

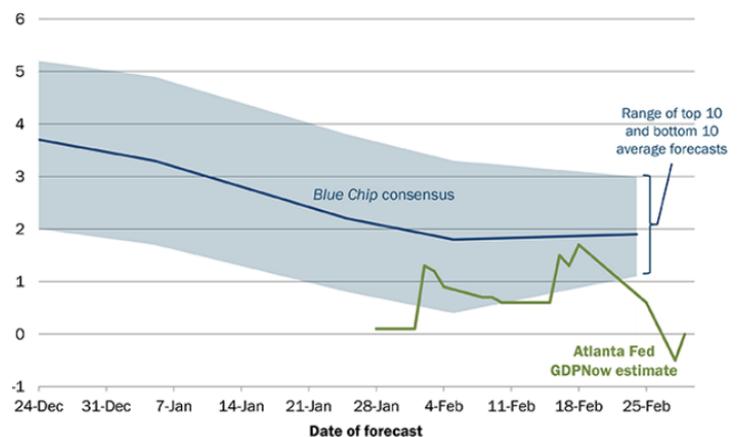
Les émetteurs russes sont tombés dans la catégorie spéculative littéralement au lendemain de l'invasion de l'Ukraine. D'autres émetteurs des marchés émergents ont également été sous pression.

Indice FAO des prix alimentaires et agricoles et indice Bloomberg Commodity Spot, rebasé au 1.1.2016



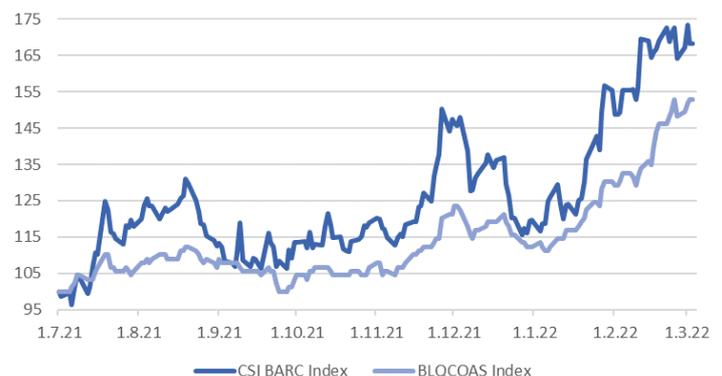
Source : Bloomberg

Evolution du modèle GDPNow de la Fed d'Atlanta concernant le PIB réel en 2022 : 1^{er} trimestre



Source : Bianco Research LLC

Spreads des obligations américaines Investment Grade et HY Rebasé à 100 au 1.7.21



Source : Bloomberg

Actions: l'escalade du conflit russo-ukrainien provoque une nouvelle correction des indices

Face à aux anticipations croissantes de hausse des taux d'intérêt et à l'escalade des tensions entre la Russie et l'Ukraine tout au long du mois, débouchant sur un conflit armé à grande échelle le 24 février, les marchés ont réagi négativement et les investisseurs sont passés en mode d'aversion au risque. En février, le S&P 500 a chuté de 3,1% tandis que l'Euro Stoxx 50 a perdu 6,0 %, ramenant leur performance depuis le début de l'année à -8,9% et -8,7%, respectivement.

Les sanctions contre la Russie pèsent sur les entreprises étrangères exposées au pays.

En représailles à l'invasion de l'Ukraine, la plupart des pays occidentaux ont annoncé des sanctions massives à l'encontre de la Russie, paralysant l'économie du pays. Dès lors, l'indice russe MOEX a perdu 33,8% sur le seul mois de février. Les actions de la zone euro ont elles aussi été particulièrement touchées, notamment les secteurs et les entreprises les plus exposés à la Russie. L'indice Euro Stoxx Banks a chuté de 11,7%, sachant que les banques d'Europe occidentale détenaient environ 91 milliards de dollars de créances sur des contreparties russes à fin septembre 2021, selon la Banque des règlements internationaux (BRI). Société Générale (-21,7% en février) et UniCredit (-18,7%) sont deux des banques européennes les plus présentes en Russie, ce marché représentant moins de 5% de leur activité.

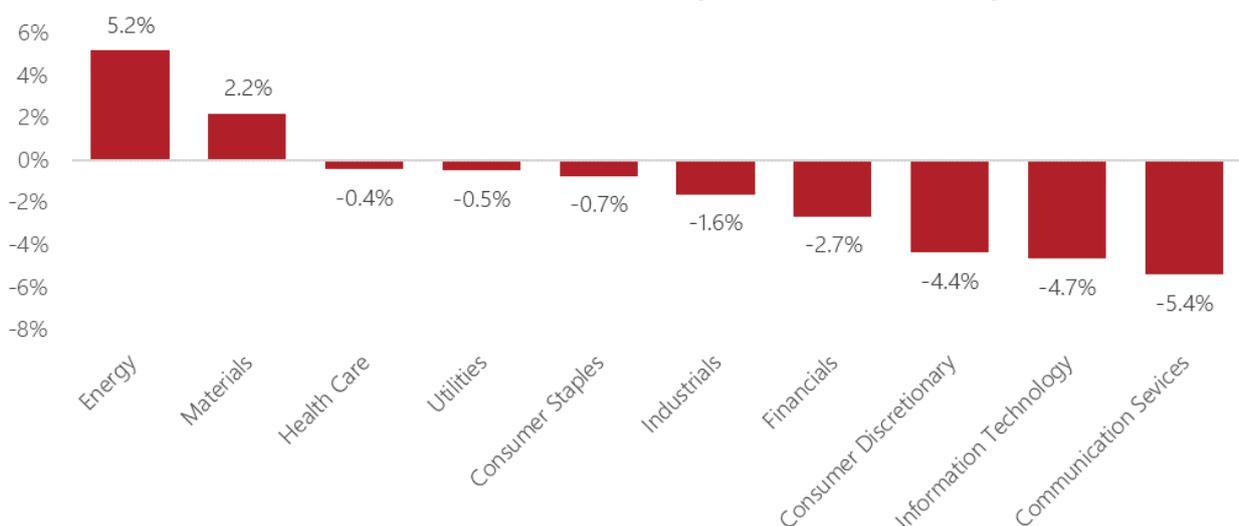
Les tensions géopolitiques éclipsent les bons résultats des entreprises.

Au cours d'un mois dominé par les tensions en Europe, la saison des résultats s'est montrée solide, 76% des entreprises du S&P 500 ayant rendu compte de résultats supérieurs aux attentes et d'une hausse moyenne de 31% des BPA sur un an (marquant le quatrième trimestre consécutif de croissance des bénéficiaires supérieure à 30%). En Europe, le ton a également été positif : 64% des entreprises qui ont publié leurs résultats ont fait état de BPA supérieurs aux attentes.

Les secteurs de l'énergie et des matériaux dans le vert.

La perturbation des chaînes d'approvisionnement est à l'origine de niveaux d'inflation inédits depuis plus de dix ans et a conduit les marchés à anticiper plusieurs hausses des taux de la Réserve fédérale cette année. Le conflit en Ukraine a accentué les craintes entourant les chaînes d'approvisionnement, notamment dans le secteur de l'énergie, l'Europe repensant sa dépendance vis-à-vis de la Russie. D'où une forte hausse des cours du pétrole, le WTI clôturant le mois à un peu moins de 100 dollars le baril, marquant le troisième mois consécutif de forte progression. Le conflit a également entraîné une hausse des matières premières agricoles, la Russie et l'Ukraine représentant plus de 25% des exportations mondiales de blé. Cela alimente les pressions inflationnistes et explique la solide performance de ces secteurs en février

MSCI World - Performance by Sector in February



Forex et matières premières : ruée sur les valeurs refuges, l'EUR/CHF atteint la parité

Alors que l'économie mondiale était déjà confrontée à des pressions inflationnistes, l'invasion de l'Ukraine par la Russie et les sanctions internationales sévères font peser des craintes géopolitiques sur les devises et les matières premières mondiales, provoquant une hausse du dollar, du franc suisse et de l'or et une chute de l'euro sous l'effet de l'envolée des cours du pétrole.

L'indice Dollar a progressé de 3,5% depuis le début du conflit (à un plus haut depuis 21 mois). Alors que l'intensification de la guerre en Ukraine provoquait une ruée sur les valeurs refuges, l'inflation aux États-Unis et le durcissement du ton de la Fed ont accru la pression haussière sur l'USD. Cependant, un recul du sentiment haussier des investisseurs à l'égard du dollar est désormais palpable. La valeur de la position nette longue sur l'EURUSD a augmenté depuis décembre et cette tendance se poursuivait fin février. Si la détérioration du sentiment vis-à-vis de l'USD devait se poursuivre, elle pourrait légèrement freiner la dynamique du billet vert.

Alors que le dollar s'apprécie, l'euro s'est effondré à un nouveau plus bas face aux craintes liées à l'envolée des prix du brut. L'Europe est vulnérable car elle importe pas moins de 33% de sa consommation de gaz naturel depuis la Russie et l'euro est de plus en plus corrélé avec les prix du pétrole. Plus le pétrole augmente, plus l'euro est voué à baisser alors que les investisseurs s'inquiètent de l'accélération de l'inflation et du coup porté à l'économie. La BCE sera confrontée à des décisions difficiles à prendre dans un contexte de hausse des prix. Il est probable qu'elle penche en faveur d'une réduction accélérée de ses achats nets d'actifs.

L'euro est brièvement passé sous la parité contre le franc suisse pour la première fois en sept ans, les investisseurs cherchant refuge dans la monnaie suisse. Le franc suisse demeure fortement valorisé et une baisse sous le seuil de parité pourrait constituer un danger pour une économie suisse axée sur l'export. Elle pourrait remettre en cause le projet de la BNS d'abandonner sa politique de taux d'intérêt négatifs à court terme. Les monnaies émergentes sont durement éprouvées. L'indice JPMorgan Emerging Market Currency a vu sa valeur baisser de plus de 8% par rapport à l'USD.

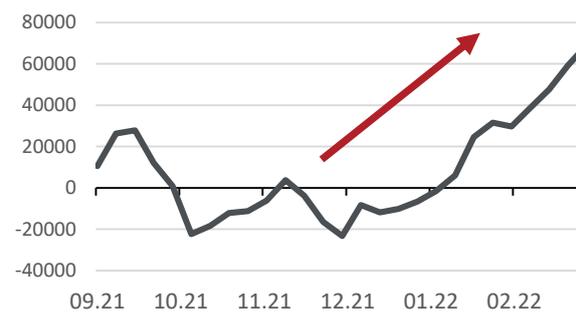
L'or s'est envolé bien au-delà du seuil de résistance de 1 950 l'once, dopé par la demande d'investisseurs craignant que la prolongation de la guerre ne provoque des pertes dans d'autres classes d'actifs. Les investisseurs apprécient l'or pour sa stabilité en période de turbulences. Bien que modeste au début de l'invasion, la sensibilité du métal précieux reflète désormais parfaitement les tensions géopolitiques actuelles. Porté par la demande tactique à court terme, le prix de l'once devrait se maintenir au-delà du support de 2 000 dollars ces prochains jours, soit son niveau le plus élevé depuis août 2020.

L'indice du dollar américain va bientôt tester les 100 points ?



Source : Bloomberg

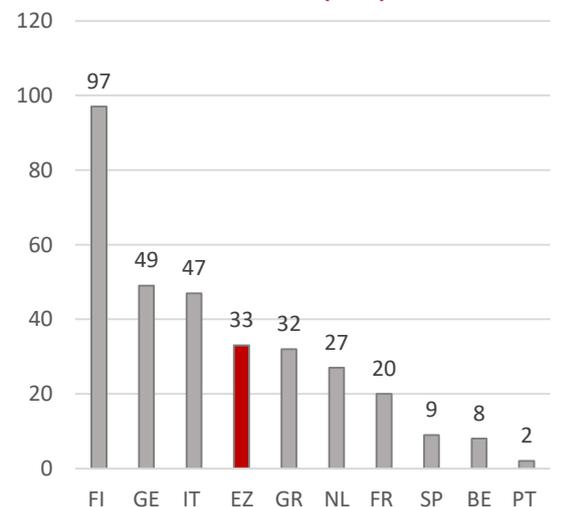
Position nette longue EUR/USD. Sentiment négatif vis-à-vis de l'USD ?



Source : Bloomberg

Importations de gaz d'origine russe dans la zone euro.

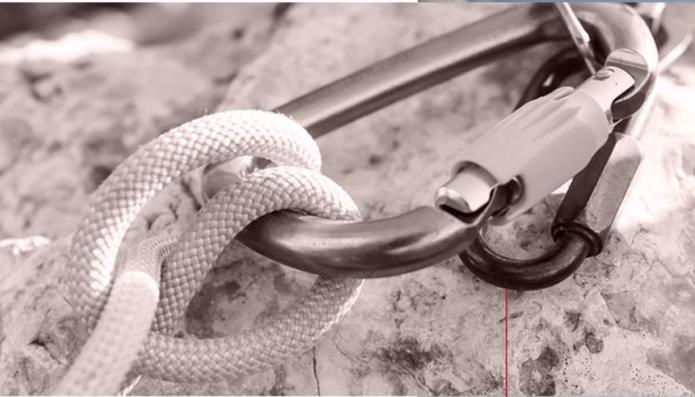
La zone euro est-elle trop dépendante ?



Source : JB, Eurostat

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.