

25 mars 2022 | Rothschild &amp; Co Asset Management Europe



## Flash Spécial n°3

# Pourquoi les marchés sont revenus à leur niveau d'avant-guerre ?



**Didier Bouvignies**  
Associé-Gérant  
& Directeur des gestions

**Après avoir fortement corrigé entre le 22 février et le 8 mars, avec une baisse de 9% de l'indice STOXX Europe 600 et 12,2% de l'indice Euro Stoxx 300<sup>(1)</sup>, les marchés ont depuis fortement rebondi.**

Sur la période du 22 février dernier, veille de l'invasion de l'Ukraine, au 22 mars, le MSCI World affiche une hausse de 3,7% en devises locales et de 6% en euros. Les États-Unis progressent de 7,8% en euros, quand l'Europe se trouve quasiment à l'équilibre et la Zone euro en léger retrait. Depuis le début de l'année, la baisse de l'indice mondiale (MSCI World) se limite à 5,2% en devises locales et 3% en euros. La situation diffère quelque peu pour les marchés de taux, avec de nouveaux reculs sur la période récente qui accentuent la baisse observée depuis le début d'année, pour s'établir à -5,5% pour les obligations crédit (iBoxx EUR Corporates), -4,9% pour les obligations d'État et -5,1% pour le segment *High Yield*<sup>(2)</sup> (ICE BofA Euro High Yield Indice)<sup>(1)</sup>.

### Comment justifier ce rebond ?

L'effacement de la quasi-intégralité des pertes subies depuis début mars peut s'expliquer, en partie, par le contexte géopolitique ; alors que l'on constate un enlisement de la situation en Ukraine, le marché semble tabler sur l'éventualité d'un aboutissement du processus de négociation. Par ailleurs, l'absence de sanction susceptible d'entraîner une coupure d'approvisionnement en hydrocarbures en provenance de Russie semble, pour le moment, exclue. Si les États-Unis, voire la Grande-Bretagne, auraient souhaité accroître la pression sur Vladimir Poutine en lui supprimant les revenus issus de la vente de ces ressources, la dépendance de certains pays européens, comme l'Allemagne, l'Autriche et l'Italie, et l'absence d'alternative empêche, pour l'heure, la mise en place de telles mesures. Dès lors, un mouvement de baisse a pu être observé sur les prix des matières premières par rapport au pic atteint le 8 mars dernier, en particulier sur le gaz dont le prix a été divisé par deux, et bien que le pétrole reste très volatil.

En Chine, alors que la chute des marchés s'était accélérée, notamment dans le secteur de la technologie, avec un recul de 41% du Nasdaq Golden Dragon China Index au plus fort de la crise<sup>(1)</sup>, la volonté affichée par les autorités chinoises d'endiguer ce qui commençait à s'apparenter à un crash a eu pour effet de juguler l'hémorragie.

Enfin, paradoxalement, et contrairement à ce qui avait été anticipé, l'attitude des banques centrales demeure inchangée malgré la crainte que la guerre vienne entraver la croissance. La Fed, avec un ton particulièrement *hawkish*<sup>(3)</sup>, a confirmé son intention de relever durablement ses taux sans écarter l'hypothèse de hausse pouvant atteindre 50 points de base (pdb), un niveau inhabituellement élevé. Cette posture a entraîné un fort mouvement haussier, en particulier sur les taux à 2 ans qui ont progressé de 45 pdb depuis le début du conflit et 140 pdb depuis le début d'année. Les répercussions ont été plus modérées sur les plus longues échéances, le taux à 30 ans ne progressant que, respectivement, de 30 pdb et 60 pdb<sup>(1)</sup>.

(1) Source : Bloomberg, 22/03/2022.

(2) Les obligations "High Yield" (ou à haut rendement) sont émises par des entreprises ou États présentant un risque crédit élevé. Leur notation financière est inférieure à BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's.

(3) Positionnement en faveur d'une politique monétaire moins accommodante en vue de lutter contre une hausse de l'inflation.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps. Les performances des indices sont calculées dividendes réinvestis



Cet aplatissement de la courbe des taux<sup>(4)</sup> peut être interprétée de deux manières. La plus pessimiste, conformément à ce que l'on a pu observer dans le passé, se présente comme le prélude d'une entrée en récession de l'économie américaine. La seconde, plus optimiste, incite à estimer que la Fed, après avoir considéré l'inflation comme un phénomène transitoire, mobilise désormais tous les moyens à sa disposition pour prévenir l'amorce d'une inextricable spirale prix-salaires. Cette action permet également de maintenir les taux longs, bien qu'en légère hausse, à des niveaux relativement bas au regard de l'inflation, tandis que les taux réels demeurent en territoire négatif, soutenant ainsi les niveaux de valorisation des actions. Les sept hausses de taux actuellement anticipées par le marché permettent, par ailleurs, d'éviter à la Banque centrale américaine de se retrouver dans l'obligation d'accélérer le mouvement à plus longue échéance.

## Comment a évolué l'environnement macroéconomique ?

Les dynamiques d'inflation diffèrent nettement de part et d'autre de l'Atlantique. Aux États-Unis, elle résulte essentiellement de hausses de salaire pour les tranches de revenus les plus basses, + 11%, contre +4% pour les tranches supérieures<sup>(5)</sup>. L'épargne accumulée par ces dernières leur permet néanmoins de compenser une potentielle perte de pouvoir d'achat, limitant ainsi l'impact sur la consommation. En Zone euro, nous n'observons pas de hausse de salaire similaire mais l'épargne n'en reste pas moins abondante.

Cette perte de pouvoir d'achat a amené les instituts de prévision macroéconomique à réviser leurs perspectives de croissance à la baisse. Si ces révisions s'avèrent modestes au niveau mondial, elles se révèlent bien plus significatives pour la Zone euro. L'OCDE considère, en effet, que sa croissance sera inférieure de 1,4% par rapport à ses estimations de début d'année, quand la BCE envisage -0,6%, pour s'établir à +2,8% pour 2022. Néanmoins, ces prévisions n'entament, pour l'instant, que modérément les anticipations de résultats des entreprises. En Europe, le recul serait de l'ordre 4% par rapport à ce qui était attendu en début d'année<sup>(6)</sup>, alors qu'aux États-Unis, elles ont encore progressé de 5%<sup>(7)</sup>.

Par ailleurs, les investisseurs avaient d'ores et déjà "capitulé" lors de la semaine du 7 mars dernier avec un pic historique de rachats sur les fonds actions européens estimé à 13,5 milliards d'euros<sup>(8)</sup>.

Si nous avons fait observer dans notre Flash Spécial du 25 février 2022 que, sur les 19 événements géopolitiques majeurs survenus depuis 1945, dans 78% des cas, les marchés effaçaient leurs pertes au bout de trois mois<sup>(9)</sup>, nous convenons aisément que, cette fois, le mouvement s'est révélé encore plus rapide.

## À quoi peut-on s'attendre au cours des prochaines semaines ?

Il nous semble que la situation actuelle reflète une certaine complaisance dans un contexte toujours incertain quant à l'issue du conflit russo-ukrainien et face à la potentielle mise en place de nouvelles sanctions de nature à bloquer l'approvisionnement en hydrocarbures russes. Toutefois, dans un environnement où, en dépit de la hausse des taux de la Fed, le coût de l'argent reste extrêmement bas, les investisseurs disposent encore de liquidités abondantes. En conséquence, dès qu'une éclaircie se présentera, ils devraient se montrer enclins à revenir sur les actifs qui leur procurent, sur la base des bénéfices 2022, des rendements aux dividendes et aux bénéfices nettement supérieurs à toutes les autres classes d'actifs.

D'autre part, au-delà du contexte géopolitique, les marchés évoluent sur une ligne de crête. La tendance inflationniste, liée principalement au prix des matières premières, se voit en grande partie supportée par les ménages au travers de hausse de prix et, partiellement, par l'érosion des marges des entreprises qui restent, pour autant, très élevées. Cet équilibre précaire peut néanmoins se maintenir tant que les taux longs restent bas, permettant ainsi d'éviter une récession engendrée par un effet de richesse<sup>(10)</sup> négatif, en particulier sur l'immobilier.

Achévé de rédiger le 24 mars 2022

(4) Représentation graphique des rendements des titres obligataires en fonction de leurs différentes échéances. Dans un environnement économique stable, sans pression inflationniste et endettement excessif, les taux d'intérêt vont croissant avec la date d'échéance des titres obligataires.

(5) Federal Reserve, mars 2022.

(6) Source : Morgan Stanley, mars 2022.

(7) Source : Goldman Sachs, mars 2022.

(8) Source : Bank of America, mars 2022.

(9) JP Morgan, 24/02/2022.

(10) Propension à ajuster sa capacité à dépenser en fonction d'une appréciation ou d'une dépréciation de son patrimoine.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps. Les performances des indices sont calculées dividendes réinvestis.



## Avertissements

Les informations, commentaires et analyses contenus dans ce document sont fournis à titre purement informatif et ne sauraient être considérés comme un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management Europe. Les informations/opinions/données contenues mentionnées dans ce document, considérées comme légitimes et correctes le jour de leur publication, conformément à l'environnement économique et financier en place à cette date, sont susceptibles d'évoluer à tout moment. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport.

Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources réputées fiables par Rothschild & Co Asset Management Europe, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis.

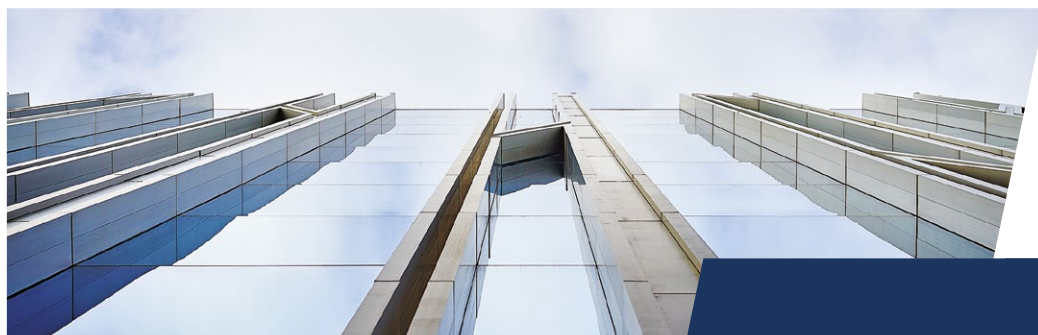
### À propos de Rothschild & Co Asset Management Europe

Division spécialisée en gestion d'actifs du groupe Rothschild & Co, nous offrons des services personnalisés de gestion à une large clientèle d'investisseurs institutionnels, d'intermédiaires financiers et de distributeurs. Nous articulons notre développement autour d'une gamme de fonds ouverts, commercialisés sous quatre marques fortes : Conviction, Valor, Thematic et 4Change, et bénéficiant de nos expertises de long terme en gestion active et de conviction ainsi qu'en gestion déléguée. Basés à Paris et implantés dans 10 pays en Europe, nous gérons plus de 22 milliards d'euros et regroupons près de 150 collaborateurs. Plus d'informations sur : [am.eu.rothschildandco.com](http://am.eu.rothschildandco.com)

Rothschild & Co Asset Management Europe n'a pas procédé à une vérification indépendante des informations contenues dans ce document et ne saurait donc être responsable de toute erreur ou omission, ni de l'interprétation des informations contenues dans ce document. Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées par un commissaire aux comptes.

**Édité par Rothschild & Co Asset Management Europe, Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros, 29, avenue de Messine – 75008 Paris. Agrément AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.**

**Toute reproduction partielle ou totale de ce document est interdite, sans l'autorisation préalable de Rothschild & Co Asset Management Europe, sous peine de poursuites..**



Rejoignez-nous  
sur **LinkedIn** 

Retrouvez toutes  
les informations sur  
[am.eu.rothschildandco.com](http://am.eu.rothschildandco.com)

 **Rothschild & Co**  
Asset Management