



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Editorial**  
**7 février 2018**

### **Correction et montée de la volatilité : on fait quoi maintenant ?**

Allons à l'essentiel. En fait, nous avons subi récemment (presque) une correction de marché<sup>1</sup> et une brusque et violente montée de la volatilité. Nous avons récemment souligné le risque de correction en mentionnant parmi les vecteurs principaux un choc monétaire provenant notamment des surprises d'inflation<sup>2</sup>.

Plus récemment, nous avons indiqué que la hausse des taux longs n'était pas encore terminée<sup>3</sup>. Nous avons ainsi un objectif de rendement de 2,70-3,20% à l'horizon du 1<sup>er</sup> semestre pour le 10 ans américain.

On a eu dernièrement une configuration dans laquelle on avait une consolidation des surprises macro aux Etats-Unis, une hausse des taux longs principalement alimentée dernièrement par un retournement des anticipations de politique monétaire et une configuration du marché extrêmement vulnérable (volatilité extrêmement basse, confiance très élevée des investisseurs). Soit un terrain propice à une correction. Le catalyseur immédiat a été la publication des salaires horaires vendredi dernier (2,9% en glissement annuel). Cela a conduit le marché à un changement de perception sur le risque inflationniste et donc à percevoir la hausse des taux comme un choc principalement monétaire.

Rappelons que les corrections font partie de la vie « normale » des bull markets. La baisse moyenne durant les corrections d'après-guerre (28 au total)<sup>4</sup> a été d'un peu plus de 13 % et elles se sont étalées sur plus de 4 mois. Elles occupent au total environ 15% du temps des marchés haussiers depuis la fin de la seconde guerre mondiale. Durant ce marché haussier (qui a démarré le 9 mars 2009), il y a eu 5 corrections formelles (avril-juillet 2010, avril-octobre 2011, avril-mai 2012, mai-août 2015, novembre 2015-février 2016). Mais ce qui frappait dans la période récente est que non seulement, nous n'avions pas connu de corrections depuis 2 ans, mais que nous n'avions même pas connu de baisse cumulée de plus de 5 % depuis juin 2016, soit le record de longévité depuis 1950. Rappelons ainsi que 91 % des années civiles depuis 1950 ont connu une consolidation d'au moins 5 %.

Quid des fondamentaux ? Comme nous l'avons évoqué, les surprises macro se sont retournées aux USA, tout en restant assez bien orientées dans les principales zones (voir graph ci-dessous).

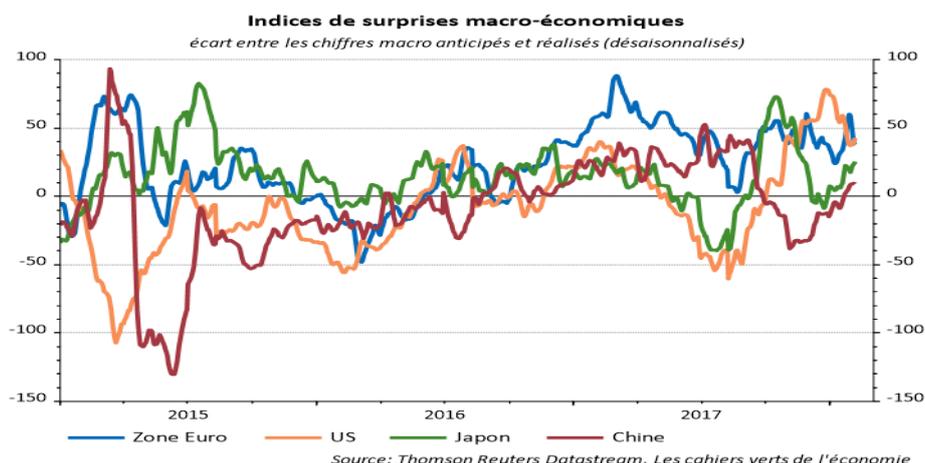
---

<sup>1</sup> Il ne s'agit pas formellement d'une correction, puisque la baisse du pic au creux (drawdown) a été d'un peu moins de 8% (entre -10 et -20% pour une correction formelle).

<sup>2</sup> Voir notre chronique hebdo du 27 novembre dernier « Investisseur, crois-tu au rally éternel ? »

<sup>3</sup> Chronique hebdo du 15 janvier dernier : « La hausse des taux longs n'est pas (encore) terminée. Que faire ? »

<sup>4</sup> Rappelons qu'il y a eu 11 marchés baissiers (bear markets, baisse de plus de 20%) depuis 1945



Mais la conjoncture américaine reste malgré tout solide (croissance réelle annualisée autour de 2,5%), même si nous pensons qu'il n'y a pas de potentiel de révision à la hausse de la croissance. Notons d'ailleurs que d'autres indicateurs de marché (courbe des taux qui s'est repentifiée, spreads de crédit qui ont bien tenu) n'indiquent pas de retournement macro.

Quid des données d'inflation ? Comme nous l'avons mentionné dans nos travaux précédents (notamment dans notre chronique hebdo du 15 septembre), il y a un phénomène de montée des chiffres d'inflation aux USA, bien « captée » par les indicateurs avancés que nous suivons (notamment l'UIG, Underlying Inflation Gauge de la Fed de New York, la hausse des prix à l'import et notre indicateur agrégé de salaires), mais il s'agit avant tout d'un processus de normalisation.

Rappelons que les PER historiques les plus élevés aux Etats-Unis sont associés à des données d'inflation entre 1,5 et 3,5%. Or aujourd'hui, la plupart des données pertinentes d'inflation (salaires, prix) et d'anticipations d'inflation se situent entre 1,5 et 3% (voir tableau ci-dessous). Pour nous, la thématique inflationniste n'a donc été qu'un prétexte à la récente correction.

#### Principales données d'inflation aux USA (sur un an glissant, 3 mois annualisés, 1 mois annualisé)

	07/02/2018		
<b>prix</b>	1 mois ann	3 mois ann	12m
PCE core	2.1%	1.9%	1.5%
PCE services	2.9%	3.2%	2.3%
CPI core	3.4%	2.5%	1.8%
CPI médian	3.5%	3.2%	2.4%
CPI sticky	3.1%	2.5%	2.1%
<b>salaires</b>	1 mois ann	3 mois ann	12m
saire horaire (secteur privé)	4.1%	4.1%	2.9%
ECl		1.9%	2.8%
<b>Anticipations d'inflation</b>	actuellement	il y a 1 mois	il y a 1 an
5 ans dans 5 ans	2.5	2.4	2.4
anticipations à 10 ans (FED de cleveland)	1.9	2.0	1.9
professional forecasters	2.2		2.3
anticipations des ménages 5 ans	2.5	2.4	2.6

Source : Thomson Reuters, Les Cahiers Verts

Quid des données micro ? 55% des sociétés ont publié leurs résultats du T4 avec des surprises nettes de 62% (nettement au-delà de la moyenne de long terme). Par ailleurs, la corporate guidance s'est

sensiblement améliorée et les analystes intègrent désormais mieux la réforme fiscale américaine. Cela a conduit les BPA à être révisés de 4% pour 2018. Il n'y a donc pas de sujet micro.

Un dernier mot sur la volatilité (VIX) et sa signification sur l'évolution probable future du marché.

Nous avons connu sur les 2 avant dernières séances boursières le choc de volatilité le plus significatif (hausse de 177 % sur 2 jours) sur cette période depuis 1990.

Nous recensons 18 épisodes depuis 1990 dans lesquelles on a connu une hausse supérieure à 40% sur 2 jours. Or, l'évolution moyenne ou médiane post-choc du marché actions a été positive après 20 ou 50 jours. Seules des accélérations de la volatilité associées à des chocs exogènes puissants (invasion du Koweït par l'Irak en 1990, choc Lehman en septembre 2008), des récessions (1990 ou 2008) ou des chocs/erreurs de politique monétaire (1994) ont été suivis par une poursuite de la baisse à 20/100 jours (voir tableau ci-dessous).

### Evolution du S&P 500 après une hausse de la VIX supérieure à 40% sur 2 jours

	5 jours	10 jours	20 jours	50 jours	100 jours
06/08/1990	1%	-2%	-4%	-9%	-1%
15/11/1991	-2%	-2%	0%	9%	5%
04/02/1994	0%	0%	-1%	-5%	-6%
27/02/2007	0%	-2%	2%	8%	11%
29/09/2008	-4%	-9%	-23%	-18%	-25%
22/01/2010	-2%	-2%	2%	8%	0%
07/05/2010	2%	-2%	-4%	-4%	3%
08/08/2011	8%	0%	5%	7%	13%
01/11/2011	5%	3%	-2%	6%	15%
15/04/2013	1%	3%	5%	1%	5%
24/01/2014	0%	0%	3%	4%	8%
10/10/2014	-1%	3%	7%	9%	10%
24/08/2015	4%	1%	4%	11%	2%
13/06/2016	0%	-4%	3%	5%	2%
09/09/2016	1%	2%	1%	3%	8%
17/05/2017	2%	2%	3%	5%	8%
10/08/2017	0%	0%	1%	5%	10%
05/02/2018					
<b>moyenne</b>	1%	0%	0%	3%	4%
<b>moyenne ex récession</b>	1%	0%	2%	5%	6%
<b>médiane</b>	0%	0%	2%	5%	5%
<b>écart-type</b>	3%	3%	7%	8%	9%
pourcentage de succès	52.9%	47.1%	64.7%	70.6%	64.7%

Succès = performance supérieure à la moyenne observée sur l'horizon considéré depuis 1990

Source : Datastream , Les Cahiers Verts

Au surplus, la VIX a franchi le seuil de 35. Ici aussi nous identifions 16 cas similaires depuis 1990. Et l'on peut faire la même réflexion que précédemment (voir tableau ci-dessous).

## Evolution du S&P 500 après que la VIX ait dépassé 35 pour la 1ère fois

évènement	date	5 jours	10 jours	20 jours	50 jours	100 jours
guerre du Golfe	06/08/1990	1%	-2%	-4%	-9%	-1%
guerre du Golfe	14/01/1991	6%	8%	18%	18%	24%
crise asiatique	30/10/1997	4%	1%	5%	6%	21%
crise russe/LTCM	27/08/1998	-6%	-6%	0%	9%	16%
attentats (11/9)	17/09/2001	-3%	0%	5%	11%	5%
scandale Worldcom	15/07/2002	-11%	-2%	-2%	-9%	2%
faillite Lehman	17/09/2008	3%	0%	-21%	-23%	-28%
crise européenne	19/05/2010	-4%	-1%	0%	-1%	4%
crise européenne + dégradation du rating américain	08/08/2011	8%	0%	5%	7%	13%
dévaluation chinoise	24/08/2015	4%	1%	4%	11%	2%
craintes inflationnistes	05/02/2018	0%	0%	0%	0%	0%
	<b>moyenne</b>	0%	0%	1%	2%	6%
	<b>moyenne ex-récession</b>	-1%	-1%	2%	3%	8%
	<b>médiane</b>	2%	0%	2%	7%	5%
	<b>écart-type</b>	6%	3%	10%	13%	15%
	pourcentage de succès	60.0%	50.0%	50.0%	60.0%	60.0%

Succès = performance supérieure à la moyenne observée sur l'horizon considéré depuis 1990

Source : Datastream , Les Cahiers Verts

En conclusion, soyons clair ; 2018 ne sera pas le long fleuve tranquille de 2017. La thématique de la remontée de l'inflation et des taux longs, sans parler des incertitudes liées à la communication et à l'attitude des nouveaux membres du FOMC (dont le tout nouveau Président Jay Powell) sera encore utilisée par les bears, ce d'autant que les marchés de taux sont encore trop complaisants en termes de pricing des taux directeurs futurs par rapport aux prévisions des membres du FOMC. Jay Powell pourrait être testé comme Alan Greenspan l'avait été en octobre 1987, 2 mois après sa nomination.

Pour le reste, la « correction » récente, même si elle n'est peut-être pas totalement terminée (notamment débouclage des positions short vol, répliques possibles), doit plutôt être considérée d'un point de vue tactique comme un point d'entrée sur les marchés actions. Bref, ce n'est pas (encore) la fin du marché haussier. Les marchés européens (et émergents), qui ont d'ailleurs mieux résisté durant cette correction que durant les épisodes précédents, doivent continuer d'être privilégiés.

**Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie).  
Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.**