Correction obligataire = correction actions ?

Quid des conséquences d'une correction obligataire sur les actions ?

Nous avons déjà abordé cette question à de nombreuses reprises au cours des dernières années[1].

Rappelons d'abord que certains longs marchés haussiers actions sont tout à fait compatibles avec une montée progressive des taux longs (marchés haussiers de 1896-1906 et de 1949-66 aux USA)[2].

Ces périodes étaient caractérisées par un processus de normalisation après la 1ère grande dépression (déflationniste) de 1873-1896 ou bien après la période exceptionnelle de la 2èmeguerre mondiale où la Fed ciblait le niveau des taux longs.

Regardons maintenant les cycles plus courts.

On peut identifier depuis 45 ans (c'est-à-dire depuis l'entame du grand mouvement de baisse des taux longs) 16 corrections obligataires aux Etats-Unis, définies par une tension cumulée d'au moins 100 pb du taux du T-note américain à 10 ans.

Au cours de ces périodes de tensions obligataires, le marché actions a en moyenne progressé d'un peu plus de 10%. En revanche, cette performance a été très heurtée, puisque la baisse maximale du S&P 500 par rapport à son niveau observé au début des tensions obligataires a été de 4,6% en moyenne.

Mais ce qui est plus significatif est de regarder l'impact des corrections obligataires sur les actions jusqu'à 100 jours après le pic des taux longs (sachant que les corrections obligataires ont des implications négatives sur la macro et les entreprises qui vont au-delà de la période couvrant les tensions sur les taux). Ici, le drawdown maximal a été en moyenne de 13,5%, ce qui n'est évidemment pas négligeable (cf. tableau ci-dessous).

[1] Voir par exemple notre Alerte du 18 février 202 : « Où vont les taux d'intérêt dans le monde ? Et quels impacts sur les marchés ? »
[2] Cela s'est accompagné d'une hausse des P/E et d'une baisse de la prime de risque.

Etats-Unis : corrections obligataires et performances actions depuis le début des années 80

Début	Fin	Taux au point bas	Taux au point haut	Variation en pb, du point bas au point haut	Perf. du S&P500 en USD sur la période	Perf. Du S&P 500 au point bas vs niveau de début de la hausse des taux	max drawdown S&P 500 sur la période + 100j	durée de la correction (mois)	Prime de risque action au point bas des taux
mai-83	mai-84	10.4	14.4	403	-9%	-6.7%	-14.4%	13	
août-86	oct-87	7.0	10.5	345	18%	-9.1%	-33.5%	14	5.4%
mars-88	mars-89	8.3	9.8	150	8%	-6.4%	-7.6%	13	6.1%
déc-89	mai-90	7.9	9.3	137	-3%	-6.3%	-10.2%	4	5.1%
oct-93	nov-94	5.4	8.1	266	2%	-4.8%	-8.9%	13	4.1%
févr-96	avr-97	5.7	7.0	134	14%	-5.1%	-7.6%	14	4.0%
oct-98	janv-00	4.3	6.5	219	49%	-2.7%	-12.1%	15	2.0%
juin-03	sept-03	3.1	4.7	153	3%	-2.3%	-4.6%	3	4.1%
juin-05	mai-06	3.9	5.2	125	9%	-2.1%	-7.7%	11	4.8%
déc-08	juin-09	2.1	4.0	187	5%	-24.0%	-27.6%	5	7.6%
oct-10	févr-11	2.4	3.8	135	14%	-0.2%	-6.4%	4	7.2%
mai-13	sept-13	1.6	3.0	135	4%	-1.5%	-5.8%	4	7.9%
juil-16	déc-16	1.4	2.6	124	8%	-0.2%	-4.8%	5	5.9%
sept-17	oct-18	2.1	3.3	118	17%	0.0%	-19.8%	13	5.3%
août-20	oct-23	0.5	5.0	453	29%	-2.1%	-25.4%	39	5.5%
sept-24	janv-25	3.7	4.8	120	4%	-0.3%	-18.9%	4	2.9%
Moyenne des précédentes corrections obligataires				200	10.8%	**-4.6%**	**-13.5%**	11	5.2%
févr-26	sept-26	4.0	5.1	107	10%	-7.8%	-7.8%	7	2.6%

Nous regardons le drawdown actions jusqu'à 100 jours après la fin de la hausse des taux car la hausse des taux peut avoir des effets de réverbération après le pic des taux (comme en 1987 par exemple). La prime de risque est mesurée comme le earnings yield 12m fwd du S&P 500 – TIPS 10 ans (données mensuelles)

Source : Datastream, Les Cahiers verts

Notons aussi qu'il a pu y avoir des hausses de taux longs à l'origine de bear markets actions[3], sans même qu'il n'y ait eu de récession : 1987 (-34%) et 2022 (-25%) ou bien qui ont été accompagnées par une (légère) récession : 1990 (-20%).

Rappelons à cet égard quelques « règles » empiriques simples. La correction obligataire a d'autant plus d'impact négatif sur le marché actions si :

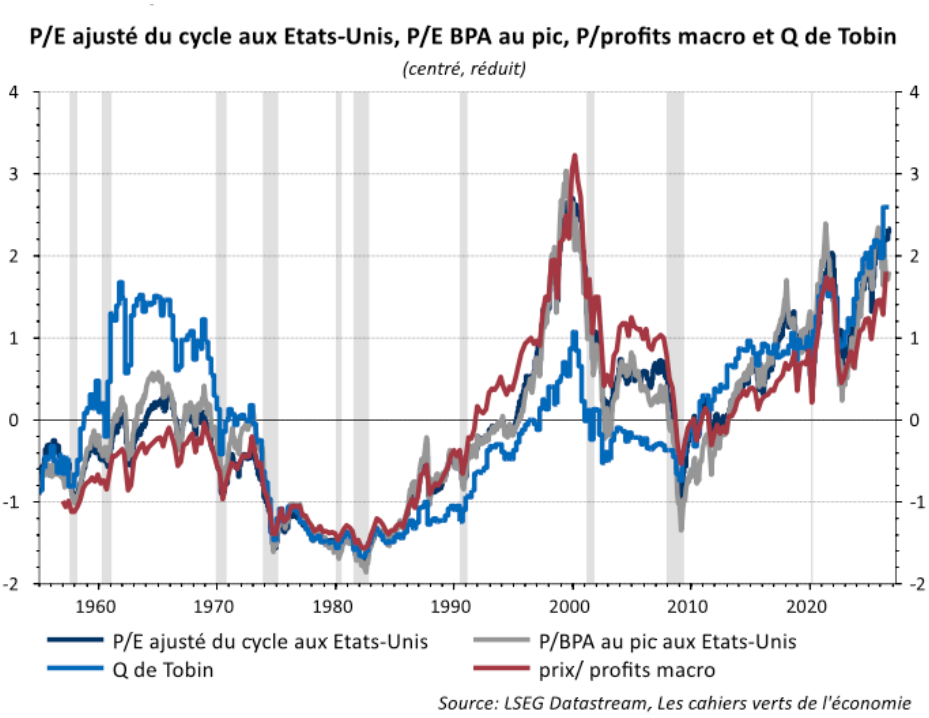
a) **La soudaineté et l'ampleur de la correction obligataire sont fortes.** Les hausses des taux longs de 345 pb entre août et octobre 1987 (en partie à l'origine du krach boursier évoqué supra, même si celui-ci avait également d'autres causes) et de 300 pb d'octobre 1993 à novembre 1994 sont encore dans les mémoires. On peut aisément qualifier ces 2 épisodes de krachs obligataires. Ici, la correction récente a certes été brutale mais n'est en rien comparable (à peine 100bp de hausse).

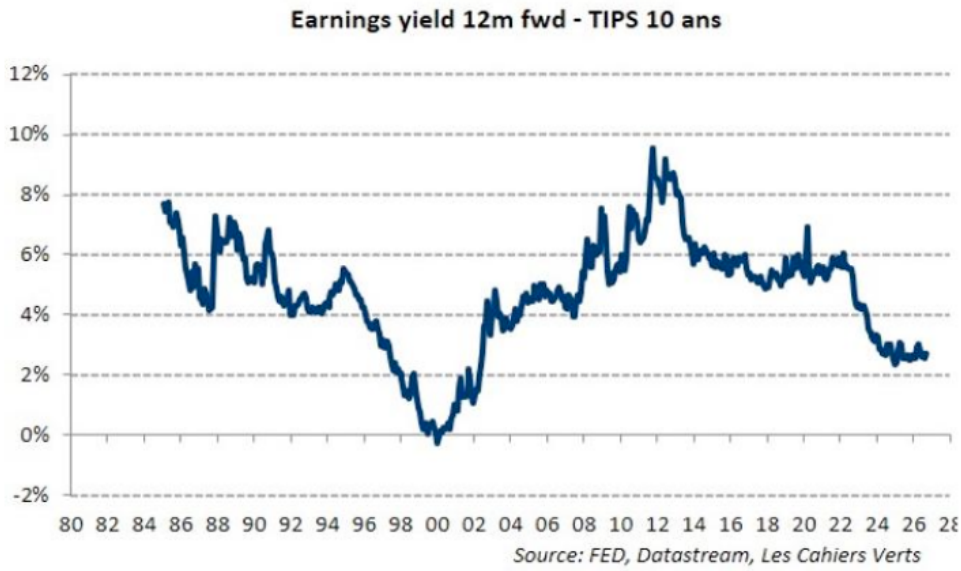
b) **Les causes de la montée des taux sont plus de nature monétaire.** Il y a ici une grande différence selon que la cause principale est une reprise ou une accélération macro (impulsion

[3] Signalons que l'on observa la même chose en 1966 au moment de la guerre du Vietnam (montée de l'inflation et des taux longs) avec un bear market de 22%. Notons qu'en 2018, on était très proche du bear market (un peu moins de 20%).

réelle) ou bien une impulsion monétaire (resserrement monétaire), d'autant plus lorsqu'il s'agit d'un choc d'offre. C'est donc également un problème aujourd'hui.

c) **Le marché actions est fragilisé par une valorisation absolue élevée et une prime de risque actions comprimée.** C'est donc également un problème aujourd'hui. Il y a donc peu de potentiel désormais d'absorption d'un choc de taux (cf. graphiques ci-dessous).





Dans le contexte actuel, la hausse des taux longs a été assez modérée. Et le niveau de taux long est désormais compatible avec les équilibres de moyen terme. Une nouvelle hausse aurait selon toute vraisemblance une forte composante monétaire ce qui serait défavorable.

Or depuis son point haut de la mi-août le S&P 500 n'a perdu que seulement 3%. Cela ne semble pas « cher payé », malgré la forte résistance des BPA de la tech américaine.

Partant de là, il s'agit aussi de savoir ce qui peut stopper une correction obligataire.

Il y a d'abord de mauvaises raisons qui n'empêchent pas, par définition, la poursuite ou l'entame de la chute du marché actions :

- Hard landing (été 2007, fin 2018) ;
- Krach ou correction actions (1987, automne 2007, fin 2018) ;
- Intervention de la banque centrale en cas de risque systémique (Etats-Unis à l'automne 2008 et début 2020, Royaume-Uni à l'automne 2022 (« Truss moment »), BCE de 2010 à 2015 (lors de la crise de la dette souveraine européenne).

Les « bonnes raisons » (qui n'empêchent pas la poursuite du marché haussier) sont quant à elles les suivantes :

- Soft landing (1985, 1995). Ce processus pourrait quelque peu jouer au T4, après un T3 dynamique avec environ 3% de croissance annualisée ;
- Plafonnement du risque inflationniste. Les pics de taux longs sont coïncidents avec les pics d'inflation en médiane mais cela est très dispersé et donc peu utile (cf. tableau ci-dessous).

Etats-Unis : pics d'inflation et pics des taux longs depuis les années 1980

épisode	date du pic d'inflation (1)	niveau d'inflation	date du pic des taux longs (2)	pic des taux longs	délai entre le pic des taux longs (2) et d'inflation (1), en mois
Reprise de 1983-1984	mars-84	4.9%	30/05/1984	14.0%	2
Cycle de la fin des années 1980	oct-90	6.4%	24/09/1990	9.1%	-1
Cycle de la fin des années 1990	mars-00	3.8%	20/01/2000	6.8%	-2
Choc énergétique post-Katrina	sept-05	4.7%	26/06/2006	5.2%	9
Choc matières premières	juil-08	5.5%	16/06/2008	4.3%	-1
Rebond post-crise financière	sept-11	3.8%	08/02/2011	3.7%	-7
Fin du cycle pré-Covid	juil-18	2.9%	08/11/2018	3.2%	4
Inflation post-Covid	juin-22	9.0%	19/10/2023	5.0%	16
				moyenne	2.6
				médiane	0.9
guerre d'Iran	mai-26	4.2%	14/09/2026	5.0%	4.0

Source : Datastream, Les Cahiers verts

- Perspective de fin de cycle haussier pour les taux directeurs de la Fed (été 1984, automne 1987, début 1989, fin 1994, printemps 1997, juin 2023). On rappelle que les hausses de taux courts n'ont un impact sur les taux longs que si elles sont non anticipées. Les taux longs « pricent » les resserrements monétaires à venir. C'est pourquoi les fins de corrections obligataires sont à peu près concomitantes avec les fins anticipées de cycles de resserrement monétaire (cf. tableau ci-dessous).

Etats-Unis : pics de taux longs et pics de taux directeur depuis les années 1980

début de la correction obligataire	fin de la correction obligataire	correction des taux longs dans la phase de correction obligataire (pb)	périodes de resserrement monétaire	délai entre le début de la correction et le resserrement monétaire (mois)	hausse des taux longs 10 ans pendant la période de resserrement monétaire (pb)	délai entre pic des taux longs et pic des taux Fed Funds (mois)
mai-83	mai-84	403	mars 1984 - août 1984 (Fed Funds: +343pb)	10	87	3
août-86	oct-87	345	déc 1986 - sept 1987 (Fed Funds: +143pb)	4	217	-1
mars-88	mars-89	150	mars 1988 - fév 1989 (Fed Funds: +331pb)	0	95	-1
oct-93	nov-94	266	fév 1994 - fév 1995 (Fed Funds: +300pb)	4	172	3
févr-96	avr-97	134	mars 1997 (Fed Funds: +25pb)	13	29	-1
oct-98	janv-00	219	juin 1999- mai 2000 (Fed Funds: +175pb)	8	90	4
juin-03	juin-07	219	juin 2004 - juin 2006 (Fed Funds: +425pb)	12	-14	-12
mai-13	sept-13	135	tapering (évoqué en mai 2013)	0	135	0
juil-16	oct-18	187	nov 2016- déc 2018 (Fed Funds: +200 pb)	4	147	2
août-20	oct-23	453	nov 2021: tapering; mars 2022 - juillet 2023 (Fed Funds: +525pb)	15	231	-3
	moyenne	229	Fed Funds:274pb	7	119	-1
	médiane	219	FED Funds: 300pb	6	115	-1
févr-26	sept-26	84	sept 2026 ?	7		

Source: Datastream, Les Cahiers Verts

APICIL INVESTMENT SOLUTIONS
LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Ce serait aujourd'hui la circonstance aujourd'hui la plus solide.

De fait, la conférence de presse rigoureuse de K. Warsh à l'issue du FOMC du 16 septembre a été encourageante de ce point de vue. Warsh nous est en effet apparu sérieux et très attaché à convaincre de l'engagement de la Fed à maintenir la stabilité des prix. Warsh a ainsi restauré la crédibilité de la Fed ; les craintes de dominance budgétaire ou de capture de la Fed qui étaient apparues durant l'été ont disparu[4]. Il nous semble que la Fed a ainsi repris une forme de contrôle sur la partie longue de la courbe des taux.

Il est vrai que l'absence pour le moment de perspective de sortie de la situation au Moyen Orient n'est pas favorable. La prise de contrôle du détroit de Bab el Manded par les Houthis et la détérioration de l'oléoduc Est-Ouest en Arabie saoudite maintiennent à court terme une pression à la hausse sur les prix du pétrole. Il nous semble toutefois que sauf scénario d'escalade supplémentaire et d'embrasement général, les prix du pétrole ne devraient guère excéder 110 dollars. Nous pensons qu'il finira par y avoir une reprise des négociations entre l'Iran et les USA et que ceci apaisera les tensions. Au total le prix du pétrole dans les mois à venir ne devrait guère modifier la fonction de réaction de la Fed.

Au total, le pic des taux longs ne nous apparaît pas éloigné et il est raisonnable, au vu de nos anticipations de croissance et d'inflation, qui sont finalement assez proches de celles de la Fed, de tabler sur 1 hausse supplémentaire des taux de la Fed d'ici la fin de l'année et sur éventuellement 1 hausse supplémentaire au S1 2027. Dans ce contexte, s'il est illusoire d'envisager une détente significative des taux longs à court terme, il nous semble raisonnable de penser que les taux longs évolueront dans une fourchette de 4,5%-5,2% au cours des 6 prochains moi[5].

A très court terme, on peut conserver une certaine prudence sur les actifs risqués et préférer le monétaire (duration courte).

Dans une optique plus longue (6 mois), la duration retrouve de l'intérêt avec un profil de rendement asymétrique positif pour les produits de taux, y compris les obligations souveraines.

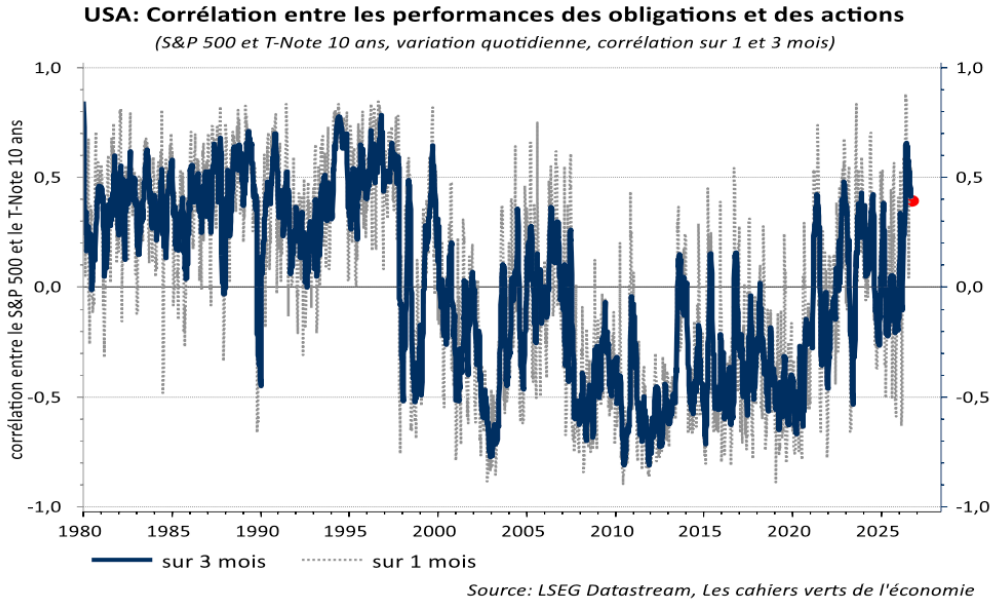
Pour les marchés actions, les perspectives sont assez moyennes : au-delà d'une possible baisse de court terme probable si les tensions obligataires devaient persister, les anticipations de croissance des bénéfices sont optimistes et la valorisation est élevée, ce qui « cape » le

[4] Cela d'autant plus que Trump s'est bien gardé de critiquer la décision de Warsh : s'il continue de déplorer le niveau trop élevé des taux d'intérêt de façon générale, Trump a clairement indiqué qu'il avait dit à Warsh d'agir comme il l'entendait. Et il l'a en outre en quelque sorte « excusé » en mentionnant une inflation trop élevée et un Board hostile.

[5] Pour notre part, nous tablons sur un rendement du 10 ans américain à 4,80% en fin d'année et à 4,60% vers la fin du T1 2027.

rendement espéré à horizon 6 mois. Fondamentalement, l'environnement reste favorable au style Value, surtout en Europe et nous conservons un léger biais en faveur des valeurs cycliques au détriment des défensives sous réserve d'une baisse progressive des prix du pétrole.

D'une manière générale, en allocation d'actifs, si l'on croit à une réduction à la fois du risque de choc d'offre lié au prix du baril et de la thématique de dominance budgétaire/capture de la Fed, cela plaide à la fois pour un plafonnement graduel des taux longs et une réduction de la corrélation actions/obligations (cf. graphique ci- dessous) : le portefeuille 60/40 reprend donc un peu d'intérêt.



Avertissement

Ce document est rédigé conjointement par SOCOFI et APICIL INVESTMENT SOLUTIONS.

À propos de SOCOFI

La Société Socofi (LCV Research, ou Les Cahiers Verts de l'économie) élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques et financières internationales.

Socofi est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est aussi garantie par le fait que Socofi n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir.

Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi.

Cette recherche, comme son contenu, sont la propriété exclusive de Socofi et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement. socofi@socofi.com

À propos de APICIL INVESTMENT SOLUTIONS

APICIL INVESTMENT SOLUTIONS est une marque d'EQUITIM, entreprise d'investissement régulée par l'ACPR sous le numéro 11283 et par l'AMF.

Adresse : 127 rue d'Aguesseau, 92100 Boulogne Billancourt

www.apicil-is.com – hello@apicil-is.com

Avertissements :

Sauf mention contraire, la source des données est Socofi (Les Cahiers Verts de l'économie).

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une offre commerciale, ni une incitation à investir, ni une recommandation, ni un acte de démarchage. Le contenu est non-contractuel.

Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi et APICIL IS et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi ni d'APICIL IS.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. L'investissement dans des instruments financiers présente un risque de perte en capital.