



Le blog à plusieurs

[8] *Inversion et prévision dans la méthode de placement boursier de Lance ROBERTS*
– Yvan DATTIER

*Sur la méthode de Lance ROBERTS pour prévoir les corrections boursières
et le rôle qu'y joue l'inversion de la courbe des rendements obligataires.
Plus notre prévision d'un crash boursier au premier semestre 2022.*

NB Ce billet sera encore corrigé et augmenté: vérifier sur ecoqc.site si une nouvelle version est disponible.

Le 13 septembre dernier, nous indiquions, pour les inversions de l'écart entre les taux d'intérêt à dix et deux ans {1} et les records du S&P 500 depuis 1978, les délais et les pourcentages de hausses; nous ajoutions leurs moyennes ainsi que la mauvaise blague suivante:

« [comme beaucoup de moyennes statistiques cache-faits, celles-ci ne servent à rien: pseudo-science moyenne-bourgeoise!] » {2}

Voilà qui ne fait pas sérieux, n'est-ce pas?

Pourtant, onze jours plus tard, cette manie des moyennes mal employées a joué un tour à un gestionnaire d'actifs d'habitude plus affûté.

1

Dans sa *Newsletter* du 13 août 2021, Lance ROBERTS {3} signalait qu'après six mois de hausse continue, il s'attendait à une correction et prenait des mesures de précaution: « **With money flows continuing to weaken and technical indicators setting up to produce sell signals, we reduced exposure a bit more this week by increasing cash and reducing our financial holdings** » (cité ^{ici}, caractères gras d'origine). Le 25 août, Lance ROBERTS et Michael LEBOWITZ, en réaction contre le grand optimisme florissant alors, avaient précisé l'avertissement: « At some point, the 50-DMA will fail. The drop to the 200-DMA will be very fast as liquidity remains problematic » (^{ici}). La baisse commença le 3 septembre. Le 8, ils remettent de l'huile sur le feu: « there is a lot of fodder for a bond rally at the expense of stock prices » (^{ici}). Le 14, Lance ROBERTS conseille la prudence (^{ici}) et le 24 au matin, argumente son pessimisme sur le rythme de la croissance en 2022 (^{ici}).

Cette correction, courte et légère (-4%), provoque pourtant un très vif basculement du grand optimisme ambiant en un aussi grand pessimisme. En « contrarian » assumé, Lance ROBERTS en prend le contrepied le 24 septembre au soir (publié le lendemain ^{ici}) et avance plusieurs arguments pour justifier une nouvelle prise de risques sur le marché des actions:

« ...gauging by the number of emails asking about the "crash," why we weren't heavily short the market, and we were crazy for "buying" the recent lows, it is clear sentiment has gotten extremely negative.

Les billets de ce blog n'engagent que leurs auteurs

The question I received the most was, “*Is this the beginning of a bear market?*”

The answer is “no.”

Currently, bullish sentiment remains high, global liquidity flows are strong, and stock buybacks are at a record » (caractères italiques et gras d’origine).

Pour soutenir son affirmation péremptoire, il ajoute un autre argument :

« The yield curve is one of the most important indicators for determining when a recession, and a subsequent bear market, approaches. The chart below shows the percentage of yield curves that invert out of 10-possible combinations. [graphique] At the moment, given there are no inversions, there is no immediate risk of a recession or “bear market.”

Historically speaking, from the time yield curves begin to invert, the span to the next recession runs roughly 9-months. However, note that yield curves are currently declining, suggesting economic growth will weaken. If this trend continues, another “inversion” would not be a surprise » (caractères italiques et gras d’origine).

Il considère donc que les inversions de la courbe des rendements obligataires intervenues en 2019 ne sont valides que pour la correction de 2020 (qu’il considère cette fois comme une fin de cycle).{4} Partant de l’idée d’un nouveau cycle débutant fin mars 2020, une nouvelle inversion serait nécessaire pour prévoir le krach de fin de cycle à venir. Il ne prend pas garde au fait que les « roughly 9-months » de son argument ne sont qu’une moyenne et qu’en 1998–2000, le délai entre l’inversion CRO 10Y2Y et le record du S&P 500 a été de 22 mois. En ajoutant à un tel délai le temps de la parenthèse due à la COVID-19 et ses conséquences économiques, on serait encore dans les temps...{5}

La baisse du 30 septembre fut sévère (ici), mais ROBERTS ne se laissa pas désarçonner (ici). La baisse persista et le pessimisme continua à dominer (ici). ROBERTS persiste et signe: « After a harrowing 5% decline, sentiment is now highly negative, supporting a counter-trend rally in the markets. Thus, we **think there is a tradeable opportunity between now and the end of the year** » (ici, caractères gras d’origine). À partir du 11 octobre, sa prévision d’un rebond s’avéra finalement juste (+9% au 8 novembre) en raison des autres facteurs pris en compte.

L’optimisme débridé ayant refait surface, le « contrarian » reprend du service: dès le 15 octobre, ROBERTS signale l’approche de la baisse suivante dans un modèle d’analyse « contrarienne »:

« Generally, when traders are positioned either very long or short in a particular area, it is often a good bet something will reverse. [...] NCT’s are the group that speculates on where they believe the market will head. **While you would expect these individuals to be “smarter” than retail investors, we find they are just as subject to “human fallacy” and “herd mentality” as everyone else** » (ici, caractères italiques et gras d’origine).

Les jours suivants, il indique les mesures de prudence qui lui paraissent s’imposer pour le très court terme (ici) et multiplie ses analyses pessimistes pour le moyen et long terme (ici et ici). Dès le 22 octobre, il démontre la faiblesse de la hausse en cours (ici et ici). Le 9 novembre au matin, ROBERTS indique « 5 specific reasons why investors in the stock market should consider reducing risk heading into 2022 » (ici). Ce même jour, la baisse reprend.

Ajoutons un détail. Le 15 octobre, ROBERTS affirme que les *traders* sont trop optimistes quant au cours du pétrole (ici). Le 18, ZeroHedge confirme l’engouement excessif: « Options traders are buying OTM calls with both hands and feet. Wagers that WTI will top \$100 by the end of 2021 have exploded in recent days... [] Furthermore, some traders are betting that oil will reach \$180 or even \$200... » (ici). Le 21 octobre, le cours du baril de WTI monta jusqu’à \$86,1 puis retomba.

Perfect timing donc. Le poncif de l'imprévisibilité des baisses boursières ne survivrait-il que comme certificat de bonne conduite pour les gestionnaires incompetents? {6}

L'acuité de la démarche de Lance ROBERTS tient à sa conjugaison de trois approches:

- a une interprétation des données statistiques sur la base de durées longues
- b une psychologie efficace des acteurs du marché
- c la version la plus rationnelle de l'analyse technique des cours.

(Certaines prises de positions de ROBERTS ne m'agrément guère: ce n'est pas une raison pour ne pas reconnaître ses capacités de prévision.)

2

Le contexte étant décrit, revenons au sujet de l'inversion CRO comme pré-requis pour une nouvelle récession/chute boursière.

Dans la deuxième citation ci-dessus du billet de Lance ROBERTS du 24 septembre publié le lendemain (^{ici}), on trouve trois approximations:

- a «The yield curve is one of the most important indicators for determining when a recession, and a subsequent bear market, approaches»: en fait, les *bear markets* ne sont pas toujours *subsequent* et commencent souvent avant le début de la récession (par exemple en 1980-'81, 2000 et 2007) – il arrive que «le marché» anticipe...
- b «**Historically speaking, from the time yield curves begin to invert, the span to the next recession runs roughly 9-months**»: dans le contexte d'une discussion sur la prévision des baisses, ce qui importe ce n'est pas le début de la récession fixé par le NBER, mais le point de bascule «record du S&P 500/début de la baisse». Calculée sur la période 1978–2007, la moyenne entre le début de l'inversion 10Y2Y et ce point de bascule est de 11,7 mois (voir ^{ici}, p. 34 et Tableau 1)
- c mais cette moyenne n'a pas de «valeur opératoire» si on tient compte de l'écart entre le plus petit et le plus grand des délais: 2,4 mois et 22 mois (*ibidem*). Par contre, si on considère les deux récessions de 1980–'82 comme une seule, la moyenne devient 19 mois et le moindre délai 17 mois, ce qui se rapproche des chiffres donnés par ZeroHedge (site internet socialement malfaisant, mais très pointu en statistiques) {7}.

Dans son billet du 9 novembre 2021, intitulé «5 Signs Stock Market Investors Are Too Bullish», Lance ROBERTS évoque ainsi le signal donné habituellement par la courbe des rendements obligataires:

«Currently, the yield curve is flattening but not yet inverted. The Fed is not hiking interest rates yet.

However, they are starting to taper their balance sheet, which historically leads to the other two.» (^{ici})

Ce passage appelle plusieurs remarques:

- a à ce moment-là, les écarts entre rendements obligataires les plus utilisés pour surveiller le début d'une inversion (2Y3M, 10Y2Y...) ne signalent en effet aucune inversion aux États-Unis. Mais un écart moins surveillé (30Y20Y) en montrait une à partir du 28 octobre, comme ZeroHedge l'avait indiqué le jour même (^{ici}). Nous l'avons signalé dans la version du 11 novembre de notre billet «Bulles financières et conseils boursiers»: «Début d'inversion sur l'écart 30Y–20Y (^{ici}). Compte tenu de la «répression financière» actuelle sur les maturités moins longues, il convient sans doute de prendre en compte cette inversion...» (^{ici}, p. 42). Nous y signalions aussi que le phénomène de l'inversion tendait à s'atténuer, sans doute sous l'influence de la «répression financière» en cours par les

banques centrales et qu'il convenait donc d'adapter l'analyse à ce changement de situation {8}.

Or, Lance ROBERTS et Tyler DURDEN sont des esprits conservateurs pour qui l'expression « This time is different » est une absurdité a priori. L'inversion CRO précédant les récessions est pour eux un fait suffisamment récurrent pour pouvoir la considérer comme l'une des « historical norms » de l'économie de marché (DURDEN utilise aussi l'expression « historical template », dans une citation ci-après) : ils ne sont donc pas sensibles à son évolution

- b attribuer la cause des inversions CRO à la politique monétaire des banques centrales est une erreur fréquente : ces inversions existaient aux États-Unis avant la création de la Federal Reserve et ailleurs bien avant que les embryons existants de banques centrales ne développent les politiques monétaires récentes {1}. C'est peut-être son dogmatisme sur la cause des inversions CRO qui a empêché ROBERTS de prêter attention au signal donné par l'écart 30Y20Y {9}
- c des inversions commençaient à apparaître dans d'autres pays : le 27 octobre, Zero-Hedge en avait déjà signalé une en Tchéquie et jugeait une autre imminente en Australie ^(ici). L'économie des États-Unis ne fonctionne pas en vase clos et les difficultés monétaires à la « périphérie » sont souvent annonciatrices de corrections à Wall Street (par exemple celles de 1998 en Russie et en Asie).

Ces remarques montrent à quel point cette question de l'utilité de l'inversion CRO pour la prévision est encore mal cernée par ses propres défenseurs. Elle pâtit en outre du flou de la notion de récession (définie différemment selon les pays){10}.

3

Un phénomène récurrent de l'histoire économique est l'oubli pendant les cycles en cours de phénomènes pourtant récurrents dans les cycles précédents. C'est exactement le cas ici avec Lance ROBERTS et Tyler DURDEN.

Dans son billet du 24/25 septembre 2021, ROBERTS appuie sur un graphique des inversions CRO de 1980 à 2020 (le 4ème graphique de ce billet) son affirmation « At the moment, given there are no inversions, there is no immediate risk of a recession or « bear market ». » Il oublie ici que le délai est assez long entre inversion et *bear market*, que les inversions de 2020 sont concomitantes de la correction de mars 2020 et que compte tenu du délai habituel entre inversion et crash/récession, ces inversions ne signalaient pas le demi-crash de mars 2020 mais... le crash suivant, encore à venir. Il l'oublie sans doute parce que neuf mois (sa norme pour le délai) étant passés sans les conséquences habituelles, il les associe avec le demi-crash en question en dépit de la « leçon de l'histoire ». À ma connaissance, au 21 décembre 2021, ROBERTS n'a pas encore pris vraiment en compte les inversions en cours.{11}

Dans un billet du 3 décembre 2021 ^(ici), Tyler DURDEN mentionne une inversion sophistiquée sur les taux états-uniens et ajoute :

« In inverting, the US curve joined the UK, Europe and especially many Emerging Markets where yield curves have already inverted aggressively. »

Dans un billet du 16 décembre 2021 ^(ici), DURDEN oublie les inversions de 2020 pour commencer seulement maintenant le compte à rebours de la prochaine récession qui, selon son raisonnement par moyenne, adviendra en... 2023. Ce faisant, il oublie ses six billets traitant des inversions en cours en février-mars 2020 {12}. Il oublie son billet du 28 février 2020 : « With the entire curve now below the Fed Funds target rate... [graphique] [] **every other time this has happened, a recession was imminent...** » (caractères gras d'origine) – billet qui oubliait ainsi que 18 mois de délai moyen ne signifie pas « imminent » ! Il oublie aussi son billet du 1^{er}/2 juillet 2020 ^(ici) qui signalait (à la suite d'un « quant » de JPMorgan) le début d'une nou-

velle inversion sur les écarts des taux à court terme, non seulement aux États-Unis mais aussi « across most DM yield curves », par exemple en Grande-Bretagne et en Nouvelle-Zélande {13}. Il oublie même son billet du 3 décembre 2021 intitulé « Here We Go: Market Begins Pricing In Rate Cuts As Yield Curve Inverts »: sous influence d'une note récente de la Deutsche Bank (écrite par Jim REID), il minimise les faits (les inversions en cours) pour reprendre une théorie à base de moyennes historiques selon laquelle les inversions sont la conséquence des relèvements des taux par les banques centrales et conclure: « **So a June 2022 first hike may bring an inversion by June 2023 given the 2s10s currently sits at just under 80bps.** » Il ajoute prudemment « Obviously that assumes a flat curve from now until June next year which is a big assumption », mais poursuit le compte à rebours: « Anyway, a recession occurs around 18 months after the 2s10s inverts on average. **So that would signal the average recession starting around December 2024.** Prior to the pandemic the earliest a recession occurred after a 2s10s inversion was 9 months so that would be around March 2023. » Après quelques nouvelles précautions, il résume: « All else equal, at this stage history would suggest a US recession in 2024 or 2025 is a realistic assumption, and while it could certainly come earlier, that would assume the earlier end of the historical template. »

Il est important de comparer à sa légende le graphique qui est censé fonder cette théorie utilisée pour mettre de côté les faits avérés d'inversions en cours. Le graphique signale clairement que, depuis 1955, une partie des inversions sont advenues avant le premier relèvement des taux par la Fed et la légende tord le cou au graphique: « Figure 1: Average movement in 2s10s US yield curve in Fed Tightening Cycles since 1955 by month (basis point change)... the curve almost always flattens after the Fed hikes... on average c.80bps in the first year ». J'ai souligné les distortions introduites contre les faits pour satisfaire la théorie: il est bien évident que les inversions survenant avant le premier relèvement des taux (et certaines même un an avant selon le graphique) ne peuvent compter « in Fed Tightening Cycles », etc.

Rappelons qu'en mars 2020, l'inversion CRO était trop sévère (voir ^{ici}) pour être négligée et que, compte tenu de l'historique des délais entre inversions et récessions/crashes, elle n'annonçait pas la baisse du même mois. Souvenons-nous cependant d'un cas où deux vagues rapprochées d'inversion avaient annoncé une double récession: 1978-'82 et où le délai entre la deuxième inversion et la deuxième récession avait été exceptionnellement court {14}.

Et faisons les calculs suivants:

- a juillet 2020 + la moyenne de 18 mois de ZeroHedge = janvier 2022 pour le dernier record du S&P 500 dans le cycle boursier en cours
- b juillet 2020 + les 22 mois de juin 1998 à mars 2000 = mai 2022; n'excluons pas que cette fois-ci ce soit un peu plus long, donc: le point de bascule « nouveau record du S&P 500/début du crash » pourrait avoir lieu au premier semestre 2022
- c décembre 2021 + le délai mi-septembre–fin novembre 1980 = fin février 2022 pour le dernier record du S&P 500 dans le « double cycle » débuté en avril 2009
- d octobre 2021 + le délai mi-septembre–fin novembre 1980 = fin janvier 2022 etc.
- e le délai de 1980 pourrait être plus court encore, le dernier record du S&P 500 serait celui du 22 novembre dernier (intraday 4744) et le bear market aurait déjà commencé. Car les « leçons de l'histoire » économique ne se résument sûrement pas en moyennes plus ou moins bien calculées {15}.

Quelque soit le calcul d'ailleurs, le proche avenir pourrait conforter nos arguments dans « Bulles financières et conseils boursiers » pour considérer que le cycle du crédit commencé en avril 2009 ne s'est pas terminé en mars 2020 et que l'exubérance financière actuelle est typiquement la phase de spéculation frénétique de la fin de la période ascendante des cycles (que Clément JUGLAR appelait « crise commerciale »).

{{ Ajout du 30 décembre 2021: Pour le coup, Tyler DURDEN a un comportement inhabituel: d'ordinaire, il prédit sans cesse une récession pour la veille du lendemain et cette fois, il table sur plus d'un an. Par exemple, aujourd'hui, Elon MUSK a tweeté: « Predicting macro-economics is challenging, to say the least. My gut feel is maybe around spring or summer 2022, but not later than 2023 » et DURDEN annonce: « Elon MUSK predicts a recession by 2023 » (^{ici}). D'autant plus que MUSK a vendu récemment toutes ses gros actifs immobiliers et des actions de Tesla pour des milliards; il n'est pas nécessaire d'être une « groupie d'Elon » pour lui reconnaître un certain « sens du marché ». L'explication est sans doute que DURDEN part du principe que les inversions CRO et les *bear markets* sont déclenchés par la première série de relèvements des taux de la Fed et que celle-ci ne semble pas pressée de combattre vraiment la vague d'inflation actuelle...}}

On peut ergoter tant et plus sur le phénomène de l'inversion CRO, mais si les inversions de 2018-20 et les inversions en cours depuis le 18 octobre dernier n'annoncent pas un crash en 2022 ou 2023, alors « This time is very, very, very different »! À moins de ressortir l'argument du faux positif de 1965-66, le seul connu, ... qui n'en était pas tout à fait un {16}. Quant à croire que les États-Unis et l'Europe, *tout spécialement la France*, ne sont plus dans le même bateau économique et que les États-Unis plongeraient seuls en récession, c'est du délire biaisé de franchouillardise statisticienne {17}.

ANNEXE A *Inversions CRO, cycles économiques et banques centrales*

Contre une erreur répétée à longueur d'articles de presse et d'analyses savantes, répétons-nous de façon lourdaude:

« attribuer la cause des inversions CRO à la politique monétaire des banques centrales est une erreur fréquente: ces inversions existaient aux États-Unis avant la création de la Federal Reserve et ailleurs bien avant que les embryons existants de banques centrales ne développent les politiques monétaires récentes » (ci-dessus page 4 et note {1} ci-après).

Le discours dominant prétend que les inversions sont causées par le relèvement par les banques centrales des taux d'intérêt à court terme pour lutter contre l'inflation provoquée par la croissance. Quelques remarques simples montrent qu'au minimum c'est plus compliqué que cela:

- a les inversions de 2020-21 se sont produites (et certaines se poursuivent encore) dans divers pays (États-Unis, zone euro, ...) avant que les banques centrales de ces pays aient commencé à relever leurs taux de base et même pendant que ces banques continuent à inonder les marchés de leur manne monétaire sous forme d'achats d'obligations de toutes sortes. Par exemple, le 7 décembre dernier, la Reserve Bank of Australia en est encore à discuter quelles options devront être considérées pour une prise de décision en février 2022 quant à la réduction de ses achats d'obligations – pas un mot sur un éventuel relèvement des taux d'intérêt (^{ici}).
- b ce qui sous-tend cette politique monétaire, c'est la conviction que l'économie occidentale se trouve encore dans la phase de reprise économique après la crise due à la COVID-19, donc au début de la phase ascendante d'un cycle économique commencé en avril 2020. Ainsi les minutes de la réunion du 7 décembre de la direction de la banque centrale d'Australie « reiterated that RBA board members recognized that the COVID-19 Omicron variant had introduced additional uncertainty, but believe that it is unlikely to derail Australia's recovery » (*ibidem*).

Donc, qui tient à ce dogme dominant de la cause des inversions CRO doit recourir à l'idée que le cycle actuel a commencé en avril 2009, que les inversions ont commencé en 2018 suite à des interventions des banques centrales, que ce cycle se terminera par une liquidation en deux temps (2020 et 202x) et donc abandonner le dogme (« formaliste-statisticien »!) qu'une récession est toujours la fin d'un cycle économique-boursier (qui peut en fait englober deux récessions).

Quand Clément JUGLAR étudie les cycles économiques, les États-Unis n'ont pas encore la Federal Reserve et l'Europe ne connaît que des embryons de banques centrales en comparaison de ce qu'elles sont devenues depuis. La Bank of England est la seule à innover au milieu du XIX^e siècle en manipulant son taux d'intérêt de façon contra-cyclique, mesure que JUGLAR approuve mais qui a très peu d'effet sur le rythme des crises ultérieures. Contrairement à la vision étriquée qui lui est généralement attribuée, il n'est pas fétichiste quant à la durée du cycle {18} et indique que les phases ascendantes et descendantes ne s'effectuent pas en droite ligne mais comportent des pauses, voire des mouvements contraires transitoires. Les temps ont changé – les monnaies de réserves ne sont plus guère métalliques, les banques centrales sont plus dirigistes... – mais la périodicité des crises et leur synchronicité mondiale se prêtent encore à une analyse juglarienne pour peu qu'on l'adapte à ces changements.

NOTES

{1} Le lecteur qui n'est pas encore au fait de nos textes sur les inversions de la courbe des rendements obligataires (expression que nous abrégons en « inversions CRO », ou juste « inversions » pour alléger notre vilaine prose) peut les retrouver par l'index de notre site ^(ici). Ce phénomène existait au XIX^e siècle (voir POMMIER 2021.08.31^(ici), note 9; BORDO & HAUBRICH 2004.04^(ici), p. 1: « ... one simply cannot ascribe twists in the yield curve during the 1880s to an FOMC [=Federal Open Market Committee de la Federal Reserve] ratcheting up short-term rates »), mais il est mieux reconnu après la fin de la seconde guerre mondiale: depuis lors, toute récession (et/ou crash boursier) a été précédée par au moins une de ces inversions.

{2} « Bulles financières et conseils boursiers », version du 13 septembre 2021, ecoqc.site ^(ici), p. 32.

{3} Outre sa *Newsletter*, Lance ROBERTS publie au moins deux billets d'analyse de conjoncture par semaine, l'un (toujours pessimiste sur le long terme) inspiré de l'« école autrichienne » – mais sans le dogmatisme rigide qui caractérise cette orientation – et l'autre (alternativement pessimiste et optimiste sur le court terme) basé sur une analyse technique des cours augmentée d'arguments qui sont étrangers à cette technique d'analyse. Son cocktail argumentaire est de niveau inégal, mais ses prévisions se révèlent très souvent justes.

{4} L. ROBERTS a oscillé sur ce point, considérant d'abord la correction de mars 2020 comme une fin de cycle, puis contredisant ce point de vue à partir du fait que cette correction n'avait pas rompu le mouvement ascendant des cours du S&P 500 depuis mars 2009. Il revient ici à sa première qualification. Il ne remet donc pas en question la décision du NBER de déclarer les mois de mars et avril 2020 en récession. Il y a pourtant des arguments pour considérer la « période COVID-19 » comme une parenthèse dans un cycle économique et financier se continuant par-delà, le fait surtout que la liquidation qui constitue la fin d'un cycle boursier/économique n'a pas été complète – en témoignent par exemple les chiffres de la *margin debt* à Wall Street. {4a}

{4a} Sur la *margin debt* à Wall Street, voir notre argument dans « Bulles financières et conseils boursiers », version du 4 déc. 2021, ecoqc.site ^(ici), au bas de la page 35 et Tableau 1-D à 1-G.

{5} Sur les délais passés entre inversion et crash boursier, voir « Bulles financières et conseils boursiers », version du 4 déc. 2021, ecoqc.site ^(ici), p. 34.

{6} Parmi les gérants d'actifs financiers qui ont su prévoir les baisses importantes des dernières décennies, il y a Jim STACK; son entretien (par écrit me semble-t-il) publié dans *Barron's* du 17 décembre 2021 ^(ici) montre qu'il n'est pas nécessaire d'utiliser un langage abscons pour exposer une analyse pertinente de l'essentiel de la situation financière actuelle.

{{ Ajout du 9 janvier 2022 : En utilisant de façon originale un indicateur technique réputé mauvais malgré une idée de base intéressante (l'Hindenburg Omen), Jesse FELDER a prévu le 17 novembre 2021 qu'une correction sur le Nasdaq Composite était imminente (« The Fasten Seat Belt Sign Just Lit Up »^{ici}) : le surlendemain, cet indice établissait un record et depuis il a chuté de 7%. Le graphique présenté par FELDER pour la période 1999–nov. 2021 est impressionnant, mais cette méthode est complexe alors que la même prédiction était possible sur la base plus aisée de la divergence entre cet indice et les lignes des indicateurs MACD et RSI – ce qui est tout aussi valable pour la correction du Bitcoin et de l'Ether après le 9 novembre 2021 (la proximité des deux dates pour ces trois records ne devant d'ailleurs rien au hasard).

La chute des cours des 6 et 7 janvier 2022 en a réveillé plus d'un de sa torpeur festive. Ainsi, Jason GOEFFERT (Sentimentrader) s'aperçoit, grâce à l'un des indicateurs composant l'Hindenburg Omen, que plus de 38% des valeurs du Nasdaq Composite ont perdu 50% de leur valeur depuis leurs plus hauts dans les 52 semaines passées (^{ici} ou ^{ici}). Il omet de signaler que cette perte de valeur a commencé bien avant le dernier record de l'indice en question (qui date déjà du 19 novembre!) et qu'il ne l'avait pas encore fait remarquer. Sa « découverte » est aussitôt relayée par ZeroHedge et, le lendemain, dans l'analyse de Lance ROBERTS dont la citation contient ceci :

« At no other point since at least 1999 have so many stocks been cut in half while the Nasdaq Composite index was so close to its peak. When at least 35% of stocks are down by half, the Composite has been down by an average of 47% (!) » (^{ici}) (voir aussi le graphique intitulé « There is a massive meltdown in Nasdaq stocks », repris de Sentimentrader).

Or, GOEFFERT atténue cet aspect dans le résumé de son analyse :

« We saw positive reversal signals in equity volatility and sentiment, even though nearly 40% of Nasdaq stocks have been cut in half. »

ROBERTS va plus loin encore dans le grand écart entre l'alerte pessimiste et... les conclusions optimistes :

« There is no precedent for when so many stocks were in a bear market, and the index wasn't. »

« One of the more interesting points about the current market is it « looks like a bull market » when viewing the major indices. However, below the surface is a very different story. »

« Why does [Fed's] reducing the balance sheet and hiking rates to combat inflation present a problem for stocks? Because [] :

The critical component of the « bullish thesis » has been the psychology of the « Fed put ». Regardless of valuation levels, deteriorating fundamentals, or simple logic, the excuse for continuing to take on increasing levels of risk was « Don't fight the Fed ». »

« ... market psychology will inevitably shift to « risk-off », which favors owning bonds over equities... »

« Importantly, we should be mindful of the risk in our portfolios. If volatility rises due to the reduction of monetary accommodation, then high-beta, over-valued, fundamentally weak companies will suffer the brunt of the selling. As noted above, many of those stocks have already suffered.

With the Fed hiking rates, tapering asset purchases, and global liquidity slowing, a pick-up in volatility would not be a surprise. We are not ready to commit to value in portfolios yet, but we see early evidence of a rotation. »

« Over the next couple of weeks, we will continue to utilize rallies to reduce high beta stocks in our portfolio and increase exposure to our value-based holdings. These changes will be gradual until volatility declines and the market establishes a new base. »

Les conclusions pratiques (que nous avons soulignées) sont d'autant plus étonnantes que l'indicateur utilisé par ROBERTS pour « overbought/oversold » est très loin d'indiquer une situation de survente :

« the technical overbought/sold gauge comprises several price indicators (RSI, Williams %R, etc.), measured using « weekly » closing price data. Readings above « 80 » are considered overbought, and below « 20 » are oversold. The **current reading is 72.97 out of a possible 100.** »

Il y a là un curieux phénomène d'inertie intellectuelle chez des défenseurs expérimentés de la « finance comportementale ».

D'ailleurs, acheter des obligations dès maintenant est-il une si bonne idée? La Fed a annoncé qu'elle diminuera bientôt sa balance; cela implique que le Trésor états-unien ne pourra plus compter sur elle pour financer l'énorme déficit budgétaire fédéral, ce qui devrait faire monter les taux d'intérêt (et donc faire baisser les cours des obligations). ROBERTS recourerait-il, dans une situation nouvelle (balance de la Fed et déficit budgétaire fédéral records ... de très loin), dogmatiquement, à une bonne vieille recette? }}

{7} Dans un billet du 16 décembre 2021, ZeroHedge donne les chiffres suivants: « a recession occurs around 18 months after the 2010s inverts on average. [] Prior to the pandemic the earliest a recession occurred after a 2010s inversion was 9 months » (^{ici}). Mais il s'agit des débuts de récession (et non de la baisse suivant le record boursier du cycle) et la période prise en compte est sans doute plus longue.

{8} Sur une évolution possible du phénomène de l'inversion CRO, voir l'Annexe A (« La Federal Reserve Bank of Cleveland et la courbe des rendements obligataires ») de notre billet « Bulles financières et conseils boursiers », version du 4 déc. 2021, ecoqc.site (^{ici}), p. 25 (avant-dernier alinea).

{9} L'origine de ce dogmatisme de ROBERTS est sans doute la pose anti-Fed des libertariens qui juge la Fed responsable de tout ce qui ne paraît pas « normal » dans le marché. Notabene, la courbe du début de l'inversion 30Y20Y se trouvait dans le billet de ZeroHedge du 9 novembre au matin, intitulé « Bond Yields Are Tumbling As « Policy Error » Panic Resumes » (^{ici}, 4ème graphique) qui est postérieur au billet de ROBERTS (qui cite de temps en temps ZeroHedge).

À la suite de ses graphiques du 28 octobre, ZeroHedge résume une note d'un « quant » de la banque Nomura (^{ici}) que l'on retrouve in extenso le lendemain sur le site MacroBusiness (^{ici}): prose typique de l'abracadabra pseudo-explicatif de ces grenouilles matheuses qui font les bœufs économiques, augmentée d'un commentaire de David LLEWELLYN-SMITH qui explique peut-être la brusque montée des taux courts mais pas l'inversion 30Y20Y. [La fixette sur les banques centrales (pour ou anti), ça vous colle de ces œillères...!] ZeroHedge (re)publie régulièrement des analyses de « quants » de grandes banques: leurs prévisions sont souvent aussi fausses que leur hermétisme élitiste est arrogant. [Généralisation trop hâtive?]

{10} Voir l'Annexe A (« La Federal Reserve Bank of Cleveland et la courbe des rendements obligataires ») de notre billet « Bulles financières et conseils boursiers », version du 4 déc. 2021, ecoqc.site (^{ici}), p. 25.

{11} Dans un billet pessimiste du 13 novembre 2021 (« Inflation In Irrational Exuberance » ^{ici}), Lance ROBERTS reprend, entre autres, le Bear Market Probability Model de Goldman Sachs signalant un marché « in the top 5% of readings in past 50 years »... Mais, dans son analyse du 17 décembre 2021 (mise en ligne le lendemain ^{ici}), ROBERTS oublie les faits (les diverses inversions CRO en cours) pour reprendre le raisonnement publié la veille par Tyler DURDEN. Lui qui est en général pessimiste sur le long terme, il en conclut: « We remain optimistic, but we also remain well aware of the risks. » Pourtant, le 21 décembre, il reprend sa veine sombre, sous le titre « The Biggest Risk To Stocks Is Not The Fed » (^{ici}), avec un raisonnement de chien qui se mord la queue: le risque le plus important n'est pas le relèvement des taux par la Fed mais une baisse des rachats d'actions par les entreprises... baisse qui est causée par le relèvement des taux (« Historically, the reversal of Fed policy to a tighter regime slows stock buybacks and tempers stock market returns »). Suit une longue liste des facteurs négatifs où figure certes PDF [Dur dur d'écrire deux analyses par semaine... Bonne année, Lance!]

{12} Il s'agit des six billets du 10 au 28 février 2020 dont les titres sont mentionnés ci-après dans Sources citées. Depuis lors, ZeroHedge refuse l'accès à ses archives antérieures à 18 mois aux non-abonnés, dont je suis. J'en avais conservé les textes en omettant leurs adresses électroniques; ils ne démentent pas leurs titres.

{13} Le « quant » en question considère lui aussi que les inversions sont dues à des erreurs des banques centrales (par dogmatisme du « marché parfait »); et, comme c'est un *perma-bull*, il part du principe que cette fois-ci la Fed ne répètera pas son erreur de 2018 et prendra les mesures nécessaires pour éviter une nouvelle correction... [La Fed... La Fed... La Fed...]

{14} Voir le Tableau 1-A/B de notre billet « Bulles financières et conseils boursiers », version du 4 déc. 2021, ecoqc.site ^(ici), p. 36-37. Notabene, Clément JUGLAR a signalé que la phase de liquidation peut être plus longue que d'ordinaire et se produire en deux épisodes (nous compléterons cette note dans une prochaine version de ce billet; de mémoire: cette observation de JUGLAR ne se trouve pas dans son livre sur les crises commerciales réédité en 1889 mais dans les minutes d'une conférence qui lui est postérieure).

{15} Dans le Tableau 1-G de notre billet « Bulles financières et conseils boursiers », à partir de la version du 11 novembre 2021, ecoqc.site ^(ici), p. 42, figure la vente au 10 novembre 2021, conformément au signal de vente indiquée en page 27 du même billet.

{ Ajout du 11 janvier 2022: Les indices S&P 500 et Dow Jones Industrial, CAC 40 etc. ont fait de nouveaux records ce début janvier. Mais d'autres n'ont pas battu le leur de novembre 2021: ainsi, le Nasdaq composite, le Nasdaq 100, l'AEX d'Amsterdam etc. Non moins significatif, le dernier record de l'ETF iShares MSCI Emerging markets date de février 2021 (les baisses de fins de cycle commencent souvent d'abord à la « périphérie », comme en 1998).

Aujourd'hui, l'un des membres votants du Federal Reserve Board, Esther GEORGE, a décrit ainsi la situation actuelle et sa solution préférée:

« In addition to the low policy rate, the Fed has increased significantly the size of its balance sheet, purchasing large amounts of treasuries and mortgage-backed securities and more than doubling its asset holdings to over \$8.5 trillion. By removing securities from the market, these purchases apply notable downward pressure on longer-term interest rates while pushing investors to look for alternative and perhaps riskier investments. [] All else equal, maintaining a large balance sheet could imply a higher short-term interest rate to offset the stimulative effect of the balance sheet's continued downward pressure on longer-term interest rates. An approach of raising rates while maintaining an outsized balance sheet could flatten the yield curve and distort incentives for private sector intermediation, especially for community banks, or risk greater economic and financial fragility by prompting reach-for-yield behavior from long-duration investors. For that reason, my own preference would be to opt for running down the balance sheet earlier than later as we plot a path for removing monetary accommodation » ^(ici), p. 7-8).

Une réduction importante à bref délai des obligations détenues par la Fed impliquerait que le Treasury pourrait beaucoup moins compter sur la Fed pour placer les *treasuries* nécessaires à financer l'énorme déficit budgétaire en cours. Elle entraînerait donc sans doute une forte hausse des taux d'intérêt à moyen et long terme: la fixation actuelle du discours dominant sur les hausses à prévoir du taux des Fed Funds occulte l'enjeu du débat interne à la Fed, car une forte hausse rapide du taux à 10 ans (par exemple) aurait un effet plus négatif sur les cours des obligations et des actions que trois ou quatre petites hausses du taux de base.

Dans son discours au Sénat, Jerome Powell a fait espérer un *soft landing* ^(ici), ce que, dans une telle situation ^(ici), tout président de la Fed fait miroiter mais ne réalise jamais – danse rituelle pour faire croire que la Fed n'a pas perdu le contrôle et pour gagner du temps dans l'espoir qu'un choc exogène surviendra à temps pour « expliquer » l'échec inévitable ^(ici).

La « solution » préférée par Esther GEORGE sera sans doute adoptée par le Board de la Fed, car elle est la moins mauvaise... pour la Fed – qui pourra argumenter que la débandade boursière et financière n'était pas due au relèvement des taux d'intérêt des Fed Funds mais aux déficits records conjugués du budget et de la balance commerciale. N'ai-je pas lu quelque part que, de tous les membres votants de ce Board, un seul avait été nommé par les Démocrates?

Quant au « marché », il préfère oublier tous les précédents *soft landings* et se souvenir de 2018 qui avait vu la Fed essayer un début de réduction de son bilan et... capituler devant la baisse des cours. Sauf

qu'on ne se baignera sans doute pas deux fois dans cette même rivière. [In Bursam credo quia absurdam...?] }}

{16} Le faux positif de 1965-'66 a tout de même annoncé une chute boursière pendant l'été 1966 de 22%, rabaissant le ratio P/B moyen du S&P 500 à 7,2 (soit le niveau lors des récessions précédentes), et une chute du PIB états-unien de +8,5% à +2,6%, plus forte que lors de la récession (au sens NBER) de 2001 (de +5,2% à +0,2%)(^{ici}). J'emprunte ces remarques à ma collègue ecoqc.siteuse Valentine POMMIER qui prépare une analyse détaillée de cet épisode (à paraître bientôt sur ce site).

Sur les prétendus faux positifs allégués contre la prédictibilité des récessions par l'inversion CRO, voir l'Annexe A (« La Federal Reserve Bank of Cleveland et la courbe des rendements obligataires ») de notre billet « Bulles financières et conseils boursiers », version du 4 déc. 2021, ecoqc.site (^{ici}), p. 24.

{17} Ce billet sera augmenté dès que possible d'une critique détaillée de l'article de Christophe BLOT & Éric HEYER de 2019. [« Quand Wall Street éternue, l'Europe s'enrhume » : cet adage est adapté par les groupies de l'article de BLOT & HEYER en « Quand les Américains crèvent de la COVID, les Français couvent une gripette »...]

{18} Voir un texte tardif où JUGLAR fait une synthèse de ses observations, « Les crises commerciales et financières et les crises économiques générales » de juin 1900.

SOURCES CITÉES

ANALYSES

- 1900.6 JUGLAR, Clément, « Les crises commerciales et financières et les crises économiques générales », dans : *Congrès international des valeurs mobilières ... 1900. Documents, mémoires... Fasc. 3*, p. 1-25 (^{ici})
- 2004.04 BORDO, Michaël D. & Joseph G. HAUBRICH, *The Yield Curve, Recessions, and the Credibility of the Monetary Regime: Long-run Evidence, 1875-1997*, Working Paper Federal Reserve Bank of Cleveland, PDF, 28 pp. (^{ici})
- 2019.07.01 BLOT, Christophe & Éric HEYER, « L'inversion de la courbe des taux est-elle toujours suivie d'un ralentissement économique? », *Revue de l'OFCE* 162 (2019), date du PDF (^{ici})
- 2020.02.10 DURDEN, Tyler, « Nasdaq Soars To Another Record High As Crude Crashes & The Yield Curve Re-Inverts », zerohedge.com (^{ici})
- 2020.02.21 DURDEN, Tyler, « 30Y Yields Hit Record Lows, Gold Hits Record Highs », zerohedge.com
- 2020.02.21 DURDEN, Tyler, « Yield Curve Collapse Accelerates After Fed's BRAINARD Hints At Japanification », zerohedge.com
- 2020.02.23 DURDEN, Tyler, « 10-Year Treasury Yield Plunges To Just 1 Basis Point Away From Recession <Tipping Point> », zerohedge.com
- 2020.02.24 DURDEN, Tyler, « Recession <Tipping Point> Triggered: 10Y Yield Crashes Below 1.40%; Countdown To 0% Rates Begins », zerohedge.com
- 2020.02.28 DURDEN, Tyler, « The Entire Treasury Yield Curve Is <Inverted> », zerohedge.com
- 2020.03.03 RICHTER, Wolf, « Yield Curve Gets Ugly, 10-Year Treasury Yield Falls Below 1% for First Time Ever, 30-Year at Record Low, on Rising Inflation », wolfstreet.com (^{ici})
- 2020.07.01 DURDEN, Tyler, « JPMorgan Spots A Big Problem For Stocks », zerohedge.com (^{ici})
- 2021.08.25 ROBERTS, Lance & Michael LEBOWITZ, « S&P 5000 - Here We Come », realinvestmentadvice.com (^{ici})
- 2021.08.31 POMMIER, Valentine, « Indicateurs et cycles économiques selon Georges VILLAIN (1907) », ecoqc.site, version du 31 août 2021, 13 pp. (^{ici})
- 2021.09.08 ROBERTS, Lance & Michael LEBOWITZ, « Price To Sales Rocketship », realinvestmentadvice.com (^{ici})
- 2021.09.13 DATTIER, Ivan, « Bulles financières et conseils boursiers », version du 13 septembre 2021, ecoqc.site, 34 pp. (^{ici})

- 2021.09.14 ROBERTS, Lance, « Too Many Bears Looking For A Correction », realinvestmentadvice.com ^(ici)
- 2021.09.24 ROBERTS, Lance, « The Coming ‹ Reversion To The Mean › Of Economic Growth », realinvestmentadvice.com ^(ici)
- 2021.09.25 ROBERTS, Lance, « Correction Is Over. Bulls Jump Back Into The Risk Pool », realinvestmentadvice.com ^(ici)
- 2021.10.02 ROBERTS, Lance, « As Expected, Stocks Snap 6-Month Win Streak », realinvestmentadvice.com ^(ici)
- 2021.10.09 ROBERTS, Lance, « Is The Great ‹ Bear Market › Of 2021 Finally Over? », realinvestmentadvice.com ^(ici)
- 2021.10.15 ROBERTS, Lance, « Traders Are Pushing Oil, Rates, & The Dollar. Are They Right? », realinvestmentadvice.com ^(ici)
- 2021.10.16 ROBERTS, Lance, « Bulls Regain Control Of The Market As Fed Taper Looms », realinvestmentadvice.com ^(ici)
- 2021.10.18 ROBERTS, Lance, « Investors Starting To Realize ‹ Stagflation › Is A Problem », realinvestmentadvice.com ^(ici)
- 2021.10.19 ROBERTS, Lance, « The Bullish & Bearish Market Case », realinvestmentadvice.com ^(ici)
- 2021.10.22 ROBERTS, Lance, « Stocks Surge As Earnings Roll-In, But Is Risk Gone? », realinvestmentadvice.com ^(ici)
- 2021.10.29 LEWELLYN-SMITH, David, « How robots exterminated RBA yield curve control », macrobusiness.com ^(ici)
- 2021.10.30 ROBERTS, Lance, « Market ‹ Melts Up › As Economic Growth Weakens », realinvestmentadvice.com ^(ici)
- 2021.11.09 ROBERTS, Lance, « 5 Signs Stock Market Investors Are Too Bullish », realinvestmentadvice.com ^(ici)
- 2021.12.04 DATTIER, Ivan, « Bulles financières et conseils boursiers », version du 4 décembre 2021, ecoqc.site, 53 pp. ^(ici)
- 2021.12.17 GARMHAUSEN, Steve, « Barron's Hall of Famer Jim Stack: Preparing for a Bear Market », [Barron's](https://barrons.com) ^(ici)
- 2021.12.17 ROBERTS, Lance, « The Countdown To The Next Bear Market », realinvestmentadvice.com ^(ici)
- 2021.12.21 ROBERTS, Lance, « The Biggest Risk To Stocks Is Not The Fed », realinvestmentadvice.com ^(ici)
- 2022.01.07 GOEFFERT, Jason, « Weekly Wrap for Jan 7 - Breadth thrusts, sentiment reversal, Nasdaq suffering, energy rally », sentimentrader.com ^(ici ou ici)
- 2022.01.08 ROBERTS, Lance, « Fed Minutes Spook Markets Into Selloff », realinvestmentadvice.com ^(ici)
- 2022.01.11 GEORGE, Esther, « The Balance of Demand and Supply and the Outlook for Monetary Policy », texte du discours ‹ virtuel › au Central Exchange de Kansas City, Federal Reserve of Kansas, City PDF, 8 pp. ^(ici)

STATISTIQUES

- 1928–2021 *S&P 500 Index* (daily, cours de clôture) ^(ici) et ^(ici)
- 1947–2021 *Real Gross Domestic Product, Percent Change from Year Ago* ^(ici)
- 1971–2022 *Nasdaq Composite Index* (daily) ^(ici)
- 1990–2021 *Daily Treasury Yield Curve Rates*, U.S. Department of the Treasury ^(ici)

PRESSE

- 2021.10.01 DURDEN, Tyler, « Nasdaq Suffers Worst Week In 7 Months; Bonds, Gold, Crypto, & The Dollar Higher », zerohedge.com ^(ici)
- 2021.10.04 KOLLMAYER, Barbara, « Buy the dip has failed. Here's what investors need to do next, says Morgan Stanley », marketwatch.com ^(ici)
- 2021.10.18 DURDEN, Tyler, « ‹ A Wild Market › - Traders Are Rapidly Increasing Bets On \$200 Oil », zerohedge.com ^(ici)
- 2021.10.27 DURDEN, Tyler, « The Taper Tantrum Has Begun: Australia's 2Y Bond Just Blew Up After The Central Bank Unexpectedly Refused To Buy It », zerohedge.com ^(ici)
- 2021.10.28 DURDEN, Tyler, « ‹ VaR-Napalm › Misery As US Yield Curve Inverts At Long-End », zerohedge.com ^(ici)
- 2021.11.09 DURDEN, Tyler, « Bond Yields Are Tumbling As ‹ Policy Error › Panic Resumes », zerohedge.com ^(ici)

- 2021.11.17 FELDER, Jesse, «The Fasten Seat Belt Sign Just Lit Up» ([ici](#))
- 2021.12.03 DURDEN, Tyler, «Here We Go: Market Begins Pricing In Rate Cuts As Yield Curve Inverts», [zerohedge.com](#) ([ici](#))
- 2021.12.16 DURDEN, Tyler, «The Fed Just Started The Countdown To The Next Recession: Here's When It Will Strike», [zerohedge.com](#) ([ici](#))
- 2021.12.17 AZIMI, Roxana, «L'insolente année du marché de l'art», *Le Monde* ([ici](#))
- 2021.12.20 CONDIE, Stuart, «Australia's central bank discussed 3 options for reducing bond purchases», [marketwatch.com](#) ([ici](#))
- 2021.12.30 DURDEN, Tyler, «Stocks Skid, Bonds Bid As Musk Mulls Imminent Recession», [zerohedge.com](#) ([ici](#))
- 2021.01.09 MILLER, Rich, «Fed Unites Left and Right in Warning It's Behind Inflation Curve», *Bloomberg* ([ici](#))
- 2022.01.11 ROBB, Greg, «Powell paints the picture of a soft landing, says Fed can cool inflation without damaging labor market», [marketwatch.com](#) ([ici](#))
- 2022.01.11 CASSELA, Megan, «Inflation Is Seen Hitting a New Four-Decade High, Putting Pressure on Fed to Act», [marketwatch.com](#) ([ici](#))

DISCUSSION

Pour une éventuelle participation à la discussion de ce texte, veuillez adresser à

econocrite@ecoqc.site

vos commentaires en les présentant dans le courriel lui-même: par mesure de prudence, nous n'ouvrons aucune pièce jointe. Pour la même raison, nous ne cliquerons sur aucun lien: donnez-nous les caractéristiques suffisantes pour nous permettre de trouver par un moteur de recherche ce que vous voulez nous signaler. Au plaisir de vous lire...