



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire 21 novembre 2019

S&P 500 : un marché haussier qui ne meurt jamais ?

Nous pensons toujours que le marché actions haussier reste vivant, comme nous l'avons déjà mentionné dans de précédentes chroniques¹.

Pourquoi ? Toujours pour les mêmes raisons que nous mentionnons depuis de nombreuses années. Parce qu'on n'a pas de vecteur de bear market à horizon un an sur la base de l'expérience historique d'après-guerre (récession américaine à moins d'un an², forte correction obligataire générée par un choc de politique monétaire³, derating autonome du marché actions à partir d'une valorisation extravagante⁴, augmentation considérable de l'aversion au risque pour des raisons exogènes⁵).

Après 128 mois, la durée de ce bull market est nettement au-dessus du double de la moyenne des 28 bull markets (55 mois) que nous avons identifiés depuis 1872. Il s'agit du 2^{ème} plus long marché haussier de l'histoire, même s'il a connu 7 corrections, dont 2 très sévères (2011 et automne 2018). Il dépasse désormais largement les grands marchés haussiers de 1892-1901 et de 1921-29. Seul le marché de décembre 1987- mars 2000 a été un peu plus long.

En termes de performance, la hausse réelle (déflatée de l'inflation) de l'indice S&P 500 a été de 279% depuis le 9 mars 2009 vs. 116% pour la moyenne de tous les marchés haussiers précédents. Seuls les marchés de 1921-29 et de 1987-2000 ont dégagé une performance supérieure.

Nous excluons toujours une récession américaine à horizon un an, alors même que nous sommes désormais entrés dans le plus long cycle expansif de l'histoire. Rappelons qu'il n'y a pas de bulle immobilière ou actions, qu'il n'y a pas de surinvestissement, que le poids de la dette privée en % du PIB a baissé depuis le point haut de 2008, que le poids des créances douteuses bancaires est très faible, que les banques sont bien capitalisées et peu leveragées dans leur ensemble ... Toutefois, et comme nous l'avons déjà dit, nous surveillons particulièrement la situation de la dette corporate (qui a explosé depuis 10 ans), en particulier des segments vulnérables (HY, BBB, leveraged loans, LBO, CLO,...). Rappelons toutefois que les leveraged loans n'atteignent que 8% du PIB et seulement 3% pour les CLO. Plus généralement, nous estimons qu'avec le niveau (élevé) de profitabilité et le (très bas) niveau des taux, la dette corporate ne peut constituer en soi et en l'état un vecteur de

¹ Voir notamment notre chronique du 15 juillet dernier ; le S&P 500 à 3000 : la suite ? » et du 26 avril dernier : « non seulement le bull market n'est pas mort, mais en plus, il est vivant" »

² 10 des 13 bear markets d'après-guerre.

³ Bear markets de 1966 et de 1987

⁴ Bear market de 2000-02, mais il est concomitant d'une récession en 2001

⁵ Bear market de 1962 (forte aggravation de la guerre froide)

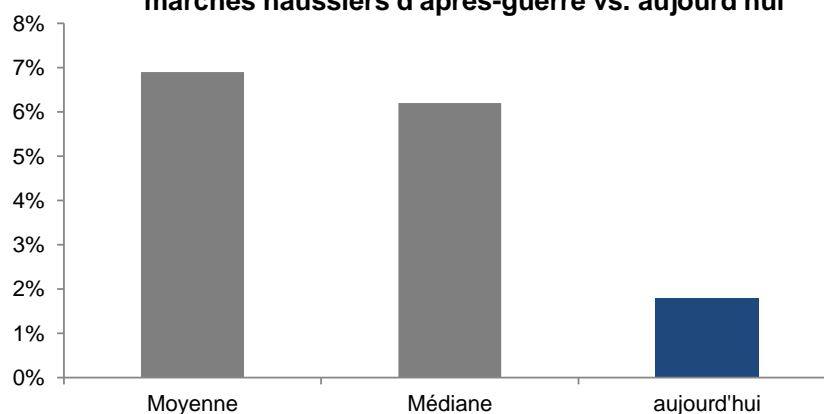
retournement macro. Pour le reste, nous surveillons nos indicateurs avancés favorisés d'une récession aux USA (marges, charges financières des entreprises, taux de défaut bancaires, taux de chômage, courbe des taux, conditions de crédit bancaire, spreads high yield,...).

Quant aux risques exogènes, ils se concentrent principalement dans un regain de guerre commerciale et autour des tensions avec Hong Kong et/ou l'Iran. Nous pensons toujours qu'il y aura un accord (de fond) sino-américain partiel et temporaire d'ici le début 2020 et que cela n'enverra pas l'économie mondiale en territoire récessif.

Nous pensons qu'il est toujours utile de se référer aux indicateurs macro-financiers d'alerte lors des pics de marchés actions haussiers précédant les récessions américaines d'après-guerre⁶. En effet, on s'aperçoit que tous les indicateurs actuels demeurent très largement en-deçà des niveaux atteints lors de ces pics.

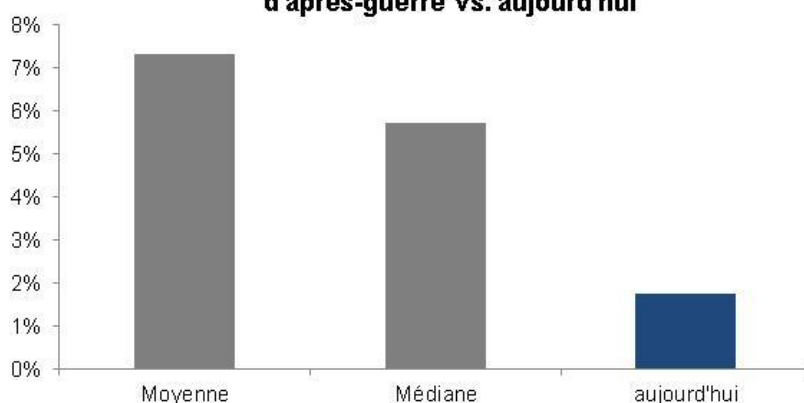
Les taux d'intérêt à long terme (10 ans) nominaux s'établissent ainsi à moins de 2 % contre un niveau de 6 à 7 % au pic des marchés haussiers précédents, même s'il y a une baisse tendancielle des taux depuis 38 ans. Même remarque bien sûr pour les taux d'intérêt directeurs de la Réserve Fédérale (cf. graphes ci-dessous).

Taux longs US : rendement du 10 ans aux pics des marchés haussiers d'après-guerre vs. aujourd'hui



Source : Bloomberg, Datastream, Les Cahiers Verts

Fed Funds : niveau aux pics des marchés haussiers d'après-guerre vs. aujourd'hui

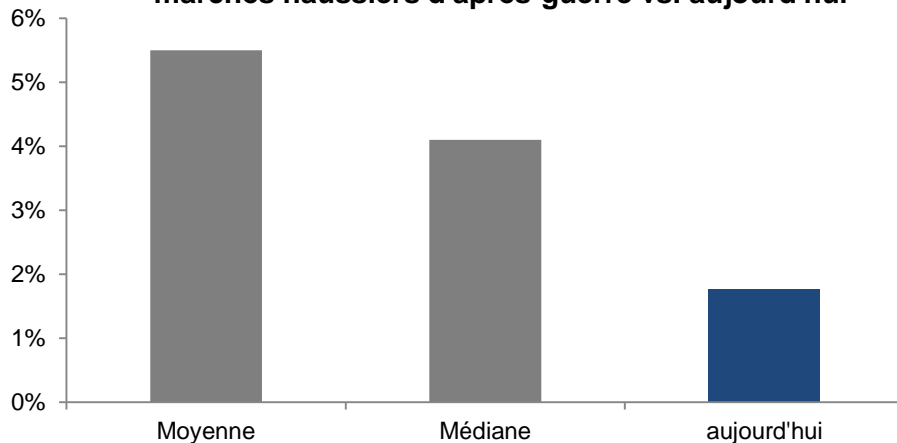


Source : Bloomberg, Datastream, Les Cahiers Verts

⁶ Soit 10 bear markets. On ne dispose que des données pour les 3 derniers pics de marché s'agissant des rendements obligataires corporate

Bien sûr, ces bas niveaux de taux s'expliquent pour une bonne part par les bas niveaux d'inflation, incomparablement plus faibles que lors des pics de marché précédents (cf. graph ci-dessous).

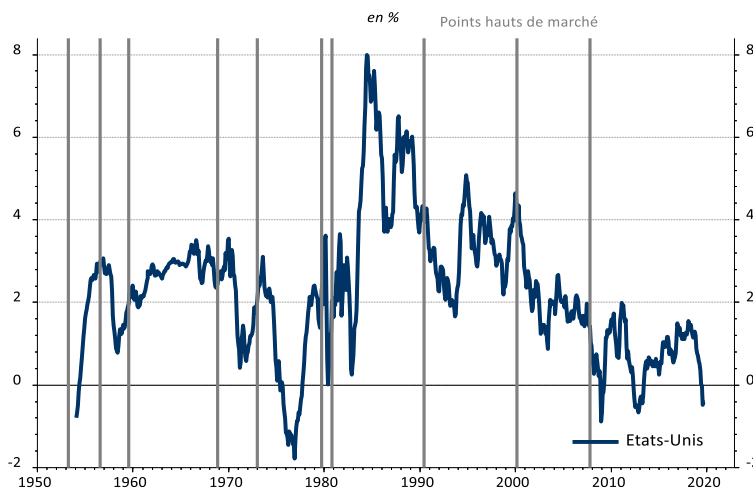
Inflation totale : croissance sur un an aux pics des marchés haussiers d'après-guerre vs. aujourd'hui



Source : Bloomberg, Datastream, Les Cahiers Verts

Si l'on raisonne en termes de taux longs réels (cf. graph ci-dessous), on ne trouve aucun pic de marché avec des niveaux aussi faibles, si ce n'est durant les années 1970, mais c'était pour de mauvaises raisons (chocs pétroliers et inflationnistes non anticipés).

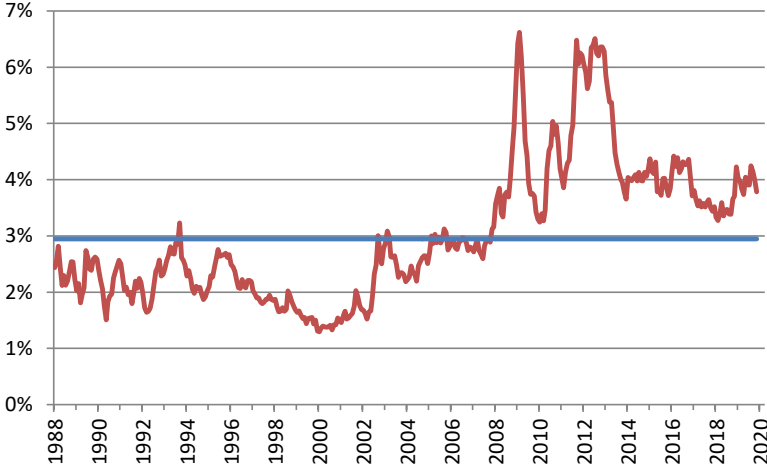
Taux souverain 10 ans réel Etats-Unis



Source: Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Le bas niveau des taux longs explique encore l'existence d'une prime de risque au-dessus de la moyenne sur 30 ans, comme nous l'avons expliqué la semaine dernière. Même si celle-ci est probablement plus haute que dans les cycles précédents, nous avons encore une marge de compression non négligeable permettant d'absorber (en partie) la (probable) hausse des taux longs.

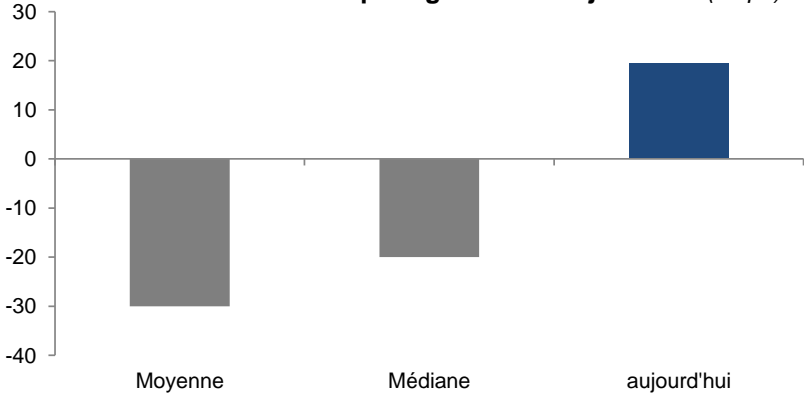
Prime de risque actions aux Etats-Unis *



* médiane de 8 modèles de prime de risque: rendement du dividende, variantes de DDM, variantes du FED model, variantes de residual income model
 Source : Datastream , Les Cahiers Verts

Ajoutons que la courbe des taux (2 /10 ans) est de nouveau en territoire positif (après un passage rapide en territoire négatif cet été) alors qu'elle est le plus souvent en territoire inversée lors des pics de marché.

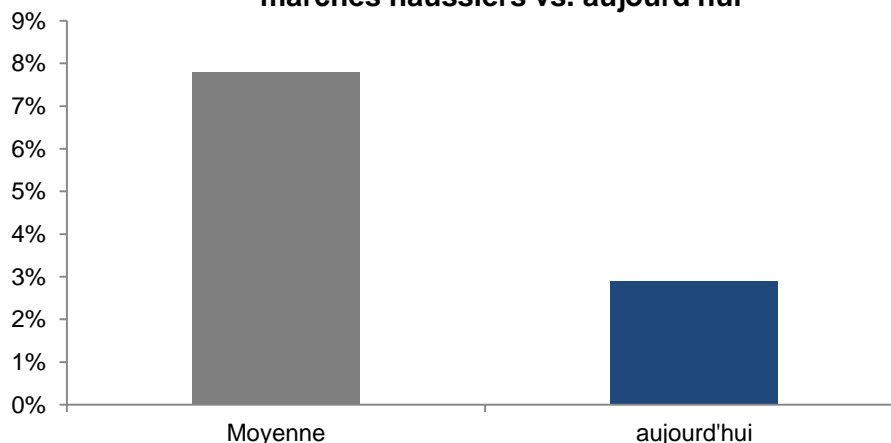
Pente de la courbe 2-10 ans : niveau aux pics des marchés haussiers d'après-guerre vs. aujourd'hui (en pb)



Source : Bloomberg, Datastream, Les Cahiers Verts

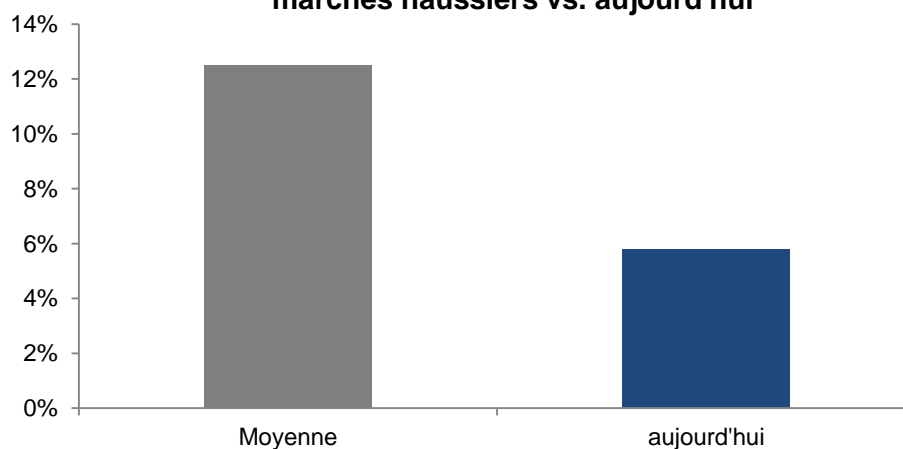
Les rendements obligataires corporate (même si on dispose de moins d'historique) ont toujours été plus élevés aux points haut de marché (high yield et investment grade).

Rendement IG : niveau sur les pics des 3 derniers marchés haussiers vs. aujourd'hui



Source : Bloomberg, Datastream, Les Cahiers Verts

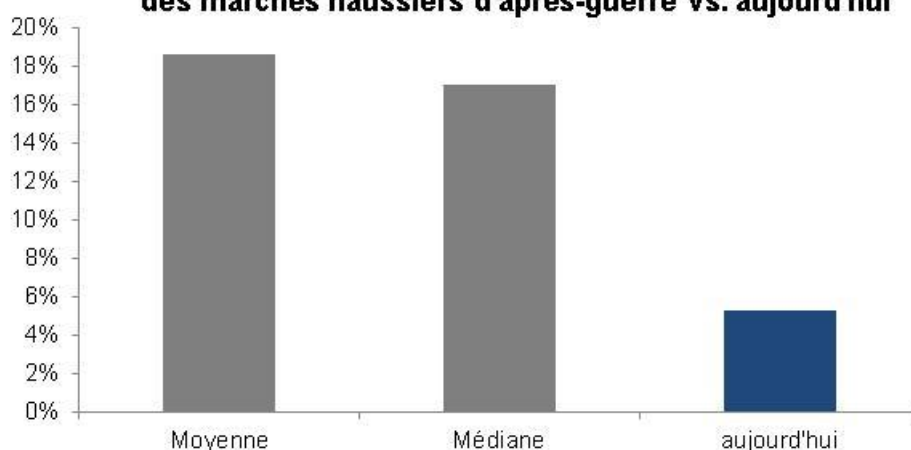
Rendement HY : niveau sur les pics des 3 derniers marchés haussiers vs. aujourd'hui



Source : Bloomberg, Datastream, Les Cahiers Verts

Même les indicateurs de valorisation absolue comme le P/E trailing se situent bien en deçà des pics de marché. Lors de ces pics, il se situait à 17/18 % au-delà de son niveau moyen des 5 années précédentes. Or, aujourd'hui, il s'établit « seulement » 5% au-dessus. Ce qui ne signifie pas pour autant que le S&P 500 soit bon marché (cf. infra).

P/E trailing S&P 500 : écart à la moyenne 5 ans aux pics des marchés haussiers d'après-guerre vs. aujourd'hui



Source : Bloomberg, Datastream, Les Cahiers Verts

Le marché reste haussier, mais il aura besoin de consolidations, voire de corrections. Encore une fois, il ne faudra pas s'attendre à des performances fabuleuses. Car il est une loi qui n'a pas été démentie durant ce marché haussier : la performance des actions tend à graduellement décliner avec le temps durant un marché haussier (sauf le cas de bulle de fin de cycle comme à la fin des années 20 et 90⁷).

La progression (nominale) du S&P 500 a été de 177% durant les 5 premières années du marché haussier (9 mars 2009/9 mars 2014). Sur les 5 années suivantes (9 mars 2014/ 8 mars 2019), la hausse n'a été que 46%⁸. C'est d'ailleurs ce qui rend ce marché haussier assez « sain », contrairement à ce que l'on entend souvent.

Quelles conséquences opérationnelles tirer de tout cela en termes de stratégie d'investissement à horizon 6 mois ?

Le marché actions américain restera selon nous légèrement haussier à horizon 6 mois compte tenu d'une conjoncture mondiale en phase de (léger) rebond, de valorisations absolues⁹ à 0,8 écart type au-dessus de la moyenne, d'un appétit pour le risque de court terme élevé (voir nos dernières publications), d'un momentum médiocre de révisions de résultats et de la dissipation progressive du soutien monétaire américain. C'est pourquoi nous conservons une position neutre en raison d'une espérance de rentabilité ajustée du risque moyenne.

Mais le marché obligataire nous paraît encore plus fragile, d'où une position de légère sous-pondération ; prime de terme très basse, flux récents agressifs des investisseurs, légère remontée de l'inflation, anticipations trop optimistes des investisseurs sur la Fed,...

⁷ Mais il faudrait pour cela un choc durable de productivité

⁸ Depuis le 9 mars 2019, la hausse a été de 13%.

⁹ Notre indicateur composite qui comprend lui 6 composantes (et pas uniquement le P/E trailing)

Dans un tel contexte, il faut plutôt s'appuyer sur les stratégies suivantes à 6 mois :

- Sur performance actions/ govies
- Sur performance actions/crédit (dont le rendement/risque est faible compte tenu du risque de légère remontée des taux et de spreads très faibles)
- Sous performance des bond-like equities au sein des actions (utilities, immobilier,...)
- Sur performance des actions cycliques, énergie et bancaires
- Sur performance du pétrole
- Recherche de couvertures via une sur pondération du cash

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.