



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire
9 juillet 2018**

Vers un cycle expansif de 27 ans ?

Nous entamons ce mois-ci le 108^{ème} mois du cycle expansif américain qui a démarré en juillet 2009. Sur les 33 cycles expansifs recensés par le National Bureau of Economic Research¹ depuis 1854, il s'agit d'ores et déjà du 2^{ème} cycle le plus long de l'histoire, après celui de 1991-2001 (120 mois). On rappelle que la durée moyenne d'un cycle expansif aux USA est jusqu'ici de 38,7 mois depuis 1854 et de 58,4 mois depuis 1945. Rappelons que parallèlement, le bull market actions actuel a 112 mois, soit le double de la moyenne des 28 bull markets (54 mois) que nous avons identifié depuis 1872. Il s'agit aujourd'hui du 2^{ème} plus long marché haussier de l'histoire. Seul le marché de 1988-2000 a été un peu plus long.

Dans la mesure où la probabilité d'une récession américaine à horizon 1 an n'est guère supérieure à 25% selon nos modèles, on peut estimer que ce cycle va vraisemblablement devenir le plus long de l'histoire.

Il y a aujourd'hui bien sûr des choses à particulièrement surveiller aux USA en macro ; marges brutes des entreprises non financières (qui stagnent), niveau (assez élevé) et évolution (en hausse) de l'endettement corporate, charges d'intérêt des entreprises (basses), taux de défaut (faibles), valorisation (assez élevée) de l'immobilier commercial, taux de chômage (très bas), inflation (en hausse, tout en restant à un niveau modéré), mais il n'y a pas selon nous de « danger » endogène de fort retournement macro à horizon un an. Même remarque pour les indicateurs de marché ; courbe des taux (encore positive), taux directeur réel (nul) ; spreads high yield (encore faibles).

D'une manière générale, on a du mal à imaginer une récession américaine d'ici un an, alors que les effets de la relance budgétaire et fiscale n'ont pas encore complètement fait sentir leurs effets, que les conditions financières restent expansives (même si elles se resserrent quelque peu) et que la confiance demeure élevée.

Si le seuil de 10 ans sera dépassé, peut-on pour autant imaginer un cycle expansif de plusieurs décennies, de nature à faire « rêver » certains investisseurs ? L'Australie tient à notre connaissance le record de longévité d'un cycle expansif au sein des pays riches dans l'histoire contemporaine : 27 ans (depuis le 3^{ème} trimestre 1991).

¹ On rappelle que le NBER ne s'appuie pas exclusivement sur le critère de 2 trimestres consécutifs de baisse du PIB en volume pour qualifier une récession, mais sur un ensemble d'indicateurs mensuels plus large.

Pour autant, le cas australien n'est pas si fabuleux qu'il n'en a l'air. Si l'on utilise la définition conventionnelle de 2 trimestres consécutifs de baisse du PIB en volume (un peu différente de celle du NBER pour les Etats-Unis)², l'Irlande et les Pays-Bas ont connu environ un peu plus de 20 ans d'expansion (entre 1986 et 2007 pour l'Irlande, entre 1982 et 2003 pour les Pays-Bas), le Japon (entre 1975 et 1993) et le Canada (1991-2008) 18 ans. Et si l'on prend cette définition, les Etats-Unis ont eux-mêmes déjà connu plus de 16 ans d'expansion (1991-2008).

Il reste que le « cas australien » est intéressant. Il n'est hélas pas comparable aux Etats-Unis. L'économie australienne est une petite économie ouverte sur l'Asie-Pacifique, disposant d'une exceptionnelle réactivité et efficacité de la politique économique, budgétaire (dette publique limitée à 41% du PIB), monétaire (poids très important des prêts hypothécaires à taux variable) et de change. Caractéristiques dont ne sont pas dotés les USA (poids des prêts à taux fixe, appréciation du dollar en cas de montée des risques, ...).

Mais au-delà du cas australien, il est envisageable de connaître encore quelques années sans récession américaine.

Quelles conclusions opérationnelles tirer de tout cela ? Une récession américaine implique quasi-certainement un bear market actions³ (-29% en moyenne du pic au creux pour le S&P 500). Sur l'après-guerre, le pic du marché a eu lieu en moyenne 5/6 mois avant le pic du cycle, c'est-à-dire avant la récession. Pour être encore plus précis, le délai maximal entre le pic du marché et le pic du cycle a été de 13 mois (entre novembre 1968 et décembre 1969).

Indépendamment des récessions, la durée d'un cycle économique et donc boursier dépend également de la qualité de la gestion (en termes de politique économique) des phases de ralentissements et de l'ampleur des déséquilibres ex ante. Les ralentissements de 1985-86, de 1995 ou de 2015-16 ont été ainsi bien gérés.

Lorsque les ralentissements de milieu de cycle ont été plutôt modérés et accompagnés d'une détente de la Fed, le marché haussier a pu se poursuivre sans trop de heurts : ce fut le cas en 1985-86 (passage d'une croissance annuelle de 7,2% en 1984 à 4,2% en 1985 et 3,5% en 1986), en 1995 (passage d'une croissance de 4,5% en 1994 à 2,7% en 1995) et en 2016 (passage d'une croissance de 2,8% en 2015 à 1,5% en 2016). Les performances boursières préalables à ces ralentissements ont été médiocres (performance annuelle quasi-nulle en 1985, 1994, 2015), mais elles n'ont pas été négatives.

Lorsque ce ne fut pas le cas, on a pu assister à des bear markets sans récession formelle⁴, comme en 1962 (baisse du marché de 28% entre décembre 1961 et juin 1962) et 1966 (baisse du marché de 22% entre février et octobre 1966). Le marché a alors été sensible à la valorisation initiale du marché, aux tensions inflationnistes et à la réaction de la Fed.

² Si l'on utilisait la définition NBER au cas australien, sans doute pourrait-on qualifier la situation de 2008-09 de récession légère.

³ On rappelle qu'un bear market est une baisse du pic au creux du marché d'au moins 20%. Sur les 11 récessions d'après-guerre, 8 se sont traduites par un bear market et les 3 autres par une sévère correction (au moins 10% de baisse).

⁴ L'Australie a connu elle-même 6 bear markets depuis 1992 (-53% en 2007-09 en dollars australiens), sans récession.

N'oublions pas non plus les autres causes possibles de bear markets non liées à une récession : un krach obligataire (choc de politique monétaire comme en 1987), une sur valorisation extravagante du marché actions (bulle) comme en 2000 ou un choc exogène de nature à faire progresser l'aversion au risque.

Au final, que pensons-nous de la situation actuelle ?

A un an, nous n'avons pas dans nos « radars » de cause endogène de récession américaine, ni de krach obligataire, ni de bulle actions. Il est vrai que le resserrement monétaire de 2019-20 n'est pas complètement intégré par les marchés, mais cela ne suffit pas à en faire une cause de bear market.

L'économie américaine ralentira à partir de 2019, mais pas suffisamment, compte tenu de la valorisation du marché et de l'attitude probable de la Fed, pour générer un fort retournement de marché.

2018 sanctionne en l'état les excès de 2017 (progression de l'indice de près de 20% pour une progression des résultats de seulement 11%, volatilité très faible, positionnement très agressif des opérateurs de marché)⁵. Mais il préserve les chances d'une poursuite du marché haussier grâce à une valorisation moins excessive (hausse des BPA de plus de 20% pour une progression quasi nulle de l'indice). A horizon 18 mois, la performance des actions américaines sera loin d'être exceptionnelle, mais elle devrait rester positive.

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.

⁵ Voir notre chronique hebdo du 26 juin dernier : « Le match entre les BPA et l'aversion au risque : qui va gagner ? »