



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire**

**11 juillet 2022**

### **La fin du bear market ? Déjà ?**

Remontant très loin et grâce aux données de Robert Shiller (prix Nobel 2013), on peut distinguer depuis presque 2 siècles 3 types de bear markets :

1/ des bear markets ponctuels générés par une brusque montée de l'aversion au risque liée à un événement exogène : bear market de 1906-07 lié à la crise bancaire à la suite de la faillite de la Knickerbocker Trust Company (-38% sur 14 mois) ; bear market de 1962 (lié à la crise de Cuba, -28% sur 6 mois) ; bear market de 1966 lié à l'engagement américain au Vietnam et aux pressions publiques de L. Johnson sur la Fed (-22% sur 8 mois) ; plus près de nous, bear market de février à mars 2020 lié à l'émergence de COVID-19 (-34% sur un mois)<sup>1</sup>.

2/ des bear markets cycliques liés à une récession, même s'il faut être conscient que toutes les récessions ne débouchent pas nécessairement sur un bear market (récessions de 1953, de 1960-61 par exemple). Leur ampleur et leur durée dépendent évidemment de la profondeur du choc récessif.

3/ des bear markets structurels (voire séculaires) plus longs et plus profonds, liés le plus souvent à des dégonflements de bulles de dette et d'actions (et/ou d'immobilier). Cela était assez fréquent au XIX<sup>ème</sup> siècle et avant-guerre : 1835-1842 (baisse cumulée de 56% sur 82 mois) après la bulle foncière et du coton ; 1873-1877 après le krach de Vienne (-47% sur 52 mois) mais également le bear market le plus intense de l'histoire en 1929-32 (-87 % en 33 mois). Les 2 bear markets structurels les plus contemporains que l'on ait connus sont bien sûr celui lié au dégonflement de la bulle Internet en 2000-2002 (-49% en 30 mois) et celui lié à l'éclatement de la bulle immobilière américaine de 2007-2009 : -56% en 17 mois.

Le bear market du 1<sup>er</sup> semestre 2022 (-23,6% du 2 janvier au 16 juin, cf. tableau ci-dessous) mêle selon nous 2 composantes : une composante cyclique (une très probable récession) et une composante exogène liée à la guerre d'Ukraine.

---

<sup>1</sup> On sait que l'émergence de la pandémie a débouché sur une très intense mais en même temps très courte récession.

**S&P 500: bear markets depuis 1948  
(variation du pic au creux du marché)**

| pic        | creux      | pic au creux | durée |
|------------|------------|--------------|-------|
| 15/06/1948 | 13/06/1949 | -20.6%       | 363   |
| 02/08/1956 | 22/10/1957 | -21.6%       | 446   |
| 12/12/1961 | 26/06/1962 | -28.0%       | 196   |
| 09/02/1966 | 07/10/1966 | -22.2%       | 240   |
| 29/11/1968 | 26/05/1970 | -36.1%       | 543   |
| 11/01/1973 | 03/10/1974 | -48.2%       | 630   |
| 28/11/1980 | 12/08/1982 | -27.1%       | 622   |
| 25/08/1987 | 04/12/1987 | -33.5%       | 101   |
| 16/07/1990 | 11/10/1990 | -19.9%       | 87    |
| 24/03/2000 | 23/07/2002 | -47.8%       | 851   |
| 09/10/2007 | 09/03/2009 | -56.8%       | 517   |
| 19/02/2020 | 23/03/2020 | -33.9%       | 33    |
|            | moyenne    | -33.0%       | 386   |
|            | médiane    | -34.1%       | 388   |
| 03/01/2022 | 16/06/2022 | -23.6%       | 164   |

*Source : Datastream, Les Cahiers verts*

Quid de la suite ?

Pour répondre à cela, il faut au moins se poser 2 types de questions.

La 1<sup>ère</sup> question à se poser est de savoir si l'ajustement du 1<sup>er</sup> semestre 2022 a été suffisamment intense eu égard à l'évolution d'un certain nombre de variables-clé qui se sont manifestées durant l'ensemble des bear markets d'après-guerre (ampleur et durée de la baisse du marché, momentum macro, variation des P/E, variation des BPA, hausse de la prime de risque, P/E trailing minimum, cf. tableau ci-dessous).

Ce bear market est à peu près conforme à la moyenne des bear markets en termes d'ajustement à la baisse des P/E. Même remarque pour le momentum macro (en s'appuyant sur l'ISM). En revanche, la baisse du marché est un peu faible (-23,6% en termes nominaux, -27,4% en réel) par rapport à la moyenne historique (respectivement -33 et -34%). Même si cette moyenne historique inclut les bear markets structurels (qui sont plus intenses) et que ce marché baissier est plutôt de type 1 et 2 comme nous l'avons souligné plus haut.

Mais surtout, il y a 3 indicateurs particulièrement « gênants » qui ne permettent pas d'inférer une sortie rapide de ce bear market.

- D'une part, la hausse de la prime de risque a été dans l'ensemble faible (reflétant la montée des taux longs).
- D'autre part, le niveau du P/E trailing au point bas du marché est resté relativement élevé, car parti de haut.
- Enfin, il n'y a eu aucune variation négative des BPA.

**Bear markets et grosses corrections \* du S&P 500 :  
P/E, BPA, valorisations, dynamique de l'ISM,...**

| pic du S&P 500 | creux du S&P 500 | durée (mois) | marchés pic au creux réel | variation du P/E Shiller du pic au creux | variation du P/E trailing du pic au creux | variation des BPA du pic au creux | hausse de la prime de risque du pic au creux (en pb) | P/E trailing minimum | variation de l'ISM sur 3 mois au creux |
|----------------|------------------|--------------|---------------------------|--|---|-----------------------------------|--|----------------------|--|
| 15/06/1948     | 13/06/1949       | 12           | -19.9%                    | -22.5%                                   | -45.5%                                    | -2.8%                             | 395  | 5.8                  | #N/A                                   |
| 05/01/1953     | 14/09/1953       | 8            | -15.8%                    | -13.9%                                   | -15.9%                                    | -21.3%                            | 113  | 9.1                  | -5.4                                   |
| 20/03/1956     | 22/10/1957       | 19           | -24.5%                    | -29.4%                                   | -16.0%                                    | -26.4%                            | 184  | 11.9                 | -4.6                                   |
| 03/08/1959     | 25/10/1960       | 15           | -15.6%                    | -13.0%                                   | -13.5%                                    | -13.6%                            | 117  | 16.2                 | 2.3                                    |
| 29/11/1968     | 26/05/1970       | 18           | -41.4%                    | -38.4%                                   | -26.0%                                    | -20.6%                            | 309  | 13.7                 | -0.2                                   |
| 11/01/1973     | 03/10/1974       | 21           | -56.8%                    | -55.7%                                   | -61.9%                                    | -21.1%                            | 754  | 8.3                  | -8.5                                   |
| 28/11/1980     | 12/08/1982       | 20           | -36.2%                    | -31.2%                                   | -18.6%                                    | -34.5%                            | 533  | 7.5                  | 0.6                                    |
| 09/10/1989     | 11/10/1990       | 12           | -22.7%                    | -7.2%                                    | -25.4%                                    | -29.3%                            | 111  | 10.8                 | -4.7                                   |
| 17/07/1998     | 08/10/1998       | 3            | -19.5%                    | -20.4%                                   | -18.9%                                    | -5.6%                             | 122  | 20.5                 | -0.2                                   |
| 24/03/2000     | 09/10/2002       | 31           | -52.0%                    | -56.2%                                   | -44.8%                                    | -19.8%                            | 493  | 16.2                 | -3.1                                   |
| 09/10/2007     | 09/03/2009       | 17           | -57.5%                    | -59.1%                                   | -42.4%                                    | -38.5%                            | 605  | 9.8                  | -2.4                                   |
| 18/02/2011     | 03/10/2011       | 7            | -20.0%                    | -22.0%                                   | -24.9%                                    | 0.0%                              | 253  | 11.7                 | -2.1                                   |
| 20/09/2018     | 24/12/2018       | 3            | -19.4%                    | -20.1%                                   | -27.4%                                    | -0.4%                             | 108  | 14.7                 | -4.4                                   |
| 19/02/2020     | 23/03/2020       | 1            | -33.8%                    | -34.9%                                   | -33.4%                                    | -18.7%                            | 169  | 13.8                 | 1.2                                    |
| 03/01/2022     | 16/06/2022       | 5            | -27.4%                    | -26.5%                                   | -31.6%                                    | -0.5%                             | 67   | 16.9                 | -4.1                                   |
|                | moyenne          | 13           | -30.8%                    | -30.0%                                   | -29.7%                                    | -16.9%                            | 289  | 12.5                 | -2.5                                   |
|                | médiane          | 13           | -24.5%                    | -26.5%                                   | -26.0%                                    | -19.8%                            | 184  | 11.9                 | -2.8                                   |

Source : Shiller, Cahiers verts

\* Sur la base de données réelles. Une grosse correction est une correction supérieure à 19%

Une autre question complémentaire est relative aux conditions historiques de sortie d'un bear market. Ou d'entrée dans un bull market durable. On peut en regarder 8 principales et voir si la situation actuelle justifierait une perspective de bull market prochain.

- Perspective de sortie de récession;
- Perspective de révision à la hausse des BPA, ce qui suppose à tout le moins un momentum récent moins négatif
- Décélération de l'inflation et le niveau de celle-ci
- Momentum de taux longs
- Perspective de détente monétaire future
- Valorisation absolue déprimée
- Prime de risque élevée
- Sentiment de marché très bas

Commençons par la macro. Le marché commence à baisser en moyenne 7 mois avant le début de la récession (telle que mesuré par le NBER, National Bureau of Economic Research), puis recommence à monter en moyenne 5 mois avant la fin de la récession (cf. tableau ci-dessous). Et le maximum d'écart que nous ayons eu entre le pic du marché et le pic du cycle sur l'après-guerre a été de 13 mois (entre novembre 1968 et décembre 1969).

## Le marché actions américain précède toujours les récessions économiques

| Pic du S&P 500<br>(1) | Pic économique<br>(2) | durée (2) - (1) | performance entre<br>(1) et (2) | 1 an après le pic<br>du cycle |
|-----------------------|-----------------------|-----------------|---------------------------------|-------------------------------|
| juin-48               | nov-48                | 6               | -20.4%                          | 8.9%                          |
| janv-53               | juil-53               | 6               | -7.2%                           | 24.8%                         |
| août-56               | août-57               | 13              | -9.1%                           | 5.6%                          |
| août-59               | avr-60                | 9               | -10.4%                          | 20.1%                         |
| nov-68                | déc-69                | 13              | -15.1%                          | 0.1%                          |
| janv-73               | nov-73                | 11              | -20.2%                          | -27.1%                        |
| oct-79                | janv-80               | 4               | -3.6%                           | 13.5%                         |
| nov-80                | juil-81               | 8               | -6.8%                           | -18.2%                        |
| juil-90               | juil-90               | 0               | -3.5%                           | 8.9%                          |
| mars-00               | mars-01               | 12              | -24.0%                          | -1.1%                         |
| oct-07                | déc-07                | 3               | -6.2%                           | -39.3%                        |
| févr-20               | févr-20               | 0               | -12.8%                          | 29.0%                         |
|                       | moyenne               | 7               | -11.6%                          | 2.1%                          |
|                       | écart-type            | 5               | 6.9%                            | 20.9%                         |

Source : Datastream, Les Cahiers verts

Comme nous l'avons déjà écrit<sup>2</sup>, la récession est très probable mais elle n'est pas imminente selon nous, sachant que le pic du marché a déjà eu lieu il y a plus de 6 mois (le 2 janvier dernier). Certes, certains prétendront que les USA étaient pratiquement en récession au S1 puisqu'après un PIB réel en négatif au T1 (-1,6% en rythme annualisé), la croissance du T2 sera au mieux très faible. En fait, cela est trompeur car la baisse du T1 était liée à un puissant ajustement négatif des stocks et de la contribution extérieure. La contribution de la demande intérieure finale (hors stocks) était de 2 points.

Le T2 verra sans doute une baisse sensible de cette contribution, mais elle devrait rester légèrement positive. Surtout, la définition « NBER » des récessions pour les États-Unis fait appel à des indicateurs mensuels plus fins (production industrielle, ventes de détail, emploi, revenu disponible hors transferts,...). On a ainsi du mal à imaginer une récession aux États-Unis avec une moyenne mensuelle de 375 000 emplois créés sur les 3 derniers mois.

Bref il est difficile d'envisager une sortie de récession, alors même que l'économie américaine n'y est pas encore entrée.

Quid des autres variables (cf. tableau ci-dessous) ?

S'agissant du momentum de révisions des BPA, rappelons qu'historiquement, la reprise des BPA est un peu plus tardive que la reprise économique. Ce qu'on observe durant les bear markets est un momentum de révision négative. C'est ce qu'on commence à voir sur le dernier mois (hors BPA du secteur de l'énergie).

<sup>2</sup> Chronique du 27 juin dernier : « Poursuite de la stagflation ou entrée en récession ? »

Le sentiment de marché est aussi « correctement » dégradé, de façon analogue aux niveaux enregistrés lors des débuts de bull markets précédents.

Quid de la désinflation et du niveau d'inflation ? Usuellement, le marché actions américain n'attend pas de franche désinflation avant de redémarrer à la hausse, mais le problème est qu'ici, le niveau d'inflation continue de progresser (sur la base des chiffres de juin dernier). Et surtout, le niveau actuel d'inflation est assez nettement supérieur aux niveaux enregistrés lors des reprises de marché antérieures.

Enfin sans surprise, le momentum de taux longs (taux actuels vs moyenne sur 6 mois) et les perspectives de politique monétaire (T bills 3 mois moins taux fed funds lissé sur un mois) ne sont clairement pas favorables. La Fed est encore loin d'avoir capitulé (comme cela avait par exemple pu être le cas lors des corrections de 2015-16 ou de 2018) : on en revient au problème actuel du haut niveau d'inflation. Or, tant que la Fed continue son resserrement, il est difficile de tabler sur une détente significative des taux réels et donc sur une expansion des multiples de valorisation. Or, les sorties de bear markets se font toujours d'abord par une ré-augmentation des PE, puis par une hausse des BPA.

### Bear markets et grosses corrections \* du S&P 500 : Variables au creux

| creux des marchés   | variation des révisions de BPA sur 1 mois | inflation | variation de l'inflation en glissement annuel sur 1 mois | T-Note 6 mois - moyenne sur 12 mois | T-Note 3 mois - FED Funds effectif lissé sur 1 mois | P/E trailing | prime de risque p/e trailing - taux réel | sentiment de marché (Bull-Bear) |
|---------------------|---|-----------|--|-------------------------------------|---|--------------|--|---------------------------------|
| 26/06/1962          | #N/A                                      | 1.3%      | 0.0%   | 0.1                                 | 0.4   | 16.0         | 6.2%                                     | #N/A                            |
| 07/10/1966          | #N/A                                      | 3.5%      | 0.0%   | 0.8                                 | 0.0   | 14.0         | 7.2%                                     | #N/A                            |
| 26/05/1970          | #N/A                                      | 6.0%      | 0.0%   | 0.0                                 | -0.9  | 13.7         | 7.3%                                     | -27                             |
| 03/10/1974          | #N/A                                      | 11.9%     | 1.1%   | -0.1                                | -4.2  | 7.7          | 13.0%                                    | -34                             |
| 12/08/1982          | #N/A                                      | 6.4%      | -0.6%  | -2.3                                | -2.0  | 8.0          | 12.5%                                    | -25                             |
| 04/12/1987          | -11%                                      | 4.5%      | 0.0%   | 0.2                                 | -1.3  | 12.5         | 8.0%                                     | -10                             |
| 11/10/1990          | -15%                                      | 6.2%      | 0.5%   | -0.4                                | -1.0  | 11.5         | 8.7%                                     | -25                             |
| 31/08/1998          | 1%  | 1.6%      | -0.1%  | -0.3                                | -0.8  | 20.5         | 4.9%                                     | -9                              |
| 09/10/2002          | -13%                                      | 1.5%      | -0.3%  | -0.3                                | -0.2  | 16.2         | 6.2%                                     | -15                             |
| 09/03/2009          | 12%                                       | 0.2%      | 0.2%   | -0.8                                | 0.0   | 10.5         | 9.5%                                     | -21                             |
| 03/10/2011          | -39%                                      | 3.9%      | 0.1%   | -0.1                                | -0.1  | 11.7         | 8.6%                                     | -12                             |
| 24/12/2018          | -20%                                      | 1.9%      | -0.3%  | 0.4                                 | 0.2   | 14.7         | 6.8%                                     | -5                              |
| 23/03/2020          | -23%                                      | 1.5%      | -0.8%  | -1.8                                | -1.0  | 13.8         | 7.2%                                     | -12                             |
| 11/07/2022          | -21%                                      | 8.6%      | 0.3%   | 2.0                                 | 0.6   | 17.8         | 5.6%                                     | -10                             |
| moyenne             | -13%                                      | 3.9%      | 0.0%   | -0.4                                | -0.8  | 13.1         | 8.2%                                     | -18                             |
| mediane             | -14%                                      | 3.5%      | 0.0%   | -0.1                                | -0.8  | 13.7         | 7.3%                                     | -15                             |
| moyenne depuis 1987 | -13%                                      | 2.7%      | -0.1%  | -0.4                                | -0.5  | 13.9         | 7.5%                                     | -13                             |

\* Une grosse correction est une correction supérieure à 19%

Le sentiment de marché correspond au minimum entre le sentiment à la date donnée et celui observée la semaine suivante pour tenir compte du délai de publication de l'enquête (fréquence hebdomadaire)

La prime de risque est calculée sur la base du P/E trailing – (T-Note 10 ans – inflation moyenne des 5 dernières années)

Source: Shiller, Datastream, Les Cahiers Verts

Que déduire de tout cela en termes de stratégie actions à horizon 6 mois ?

Conserver la même stratégie défensive qu'antérieurement. Ce d'autant que la guerre d'Ukraine constitue un puissant vecteur de volatilité pour les prochains mois, notamment via le renchérissement du prix du gaz naturel et des risques de rationnement de l'énergie en Europe :

- Légère sous pondération actions dans le monde
- Long défensives/cycliques
- Long santé/financières et consommation cyclique
- Long Tech US/S&P 500
- Long SP 500/Eurostoxx
- Long MSCI China et MSCI Switzerland/ MSCI W AC
- En stock picking, jouer le pricing power et la capacité de résistance des marges
- Concernant les styles d'investissement, long Low Vol, Qualité et Haut Dividende

Beaucoup de ces stratégies ont bien (et rapidement) fonctionné au cours de ces dernières semaines. Sans doute d'un point de vue tactique faut-il prévoir une pause aujourd'hui. Mais nous considérons qu'elles restent valables à horizon 6 mois.