



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire  
9 septembre 2022**

### **Du mieux aux USA : vers le bull market ou le bear market rally ?**

La semaine dernière, nous avons traité de l'Europe et nous avons confirmé une position globalement négative sur les actifs européens en relatif<sup>1</sup>.

Et c'est le marché américain qui restera le marché directionnel pour la tendance des actions mondiales.

Un petit rappel tout d'abord sur les définitions.

Un bull market est un marché actions haussier durable. Sur les 20 marchés haussiers que nous recensons depuis le début du XXème siècle, la durée moyenne d'un bull market est de 4,3 années.

Un bear market rally est un rebond boursier, généralement assez court, au sein d'un marché baissier (baisse d'au moins 20%). Les 20 bear markets que nous avons enregistrés depuis l'entame du XXème siècle ont tous connu un rally d'au moins 5%, à l'exception du bear market de février-mars 2020. Et les deux tiers d'entre eux ont connu au moins un rally d'au moins 10%.

Dès le début de l'été, nous avons considéré que le rebond boursier qui a démarré à la mi-juin constituait un bear market rally<sup>2</sup>.

Depuis 50 ans, l'ampleur moyenne d'un bear market rally<sup>3</sup> est de 15% pour une durée de 55 jours. Et celui de mi-juin/mi-août 2022 a été parfaitement conforme à la moyenne : + 17% pendant 61 jours (cf. tableau ci-après), sans évidemment retracer la chute entamée depuis le démarrage du bear market au début janvier dernier.

---

<sup>1</sup> Cf. Chronique hebdomadaire 2 septembre 2022 : « Europe : Toujours plus d'inflation et... de récession »

<sup>2</sup> Cf. Chronique hebdomadaire du 11 juillet 2022 : « La fin du bear market ? Déjà ? » et la revue mensuelle Asset Allocation de juillet 2022

<sup>3</sup> En se basant sur des rebonds d'au moins 10% au sein de bear markets.

## Evolution du S&P 500 lors des rallies de bear markets, \*

début	fin	baisse antérieure depuis le point haut des marchés (en nominal)	durée (en jours)	ampleur	P/E trailing au creux	P/E trailing post rally	variation du P/E du creux à la fin du rally
21/08/1973	12/10/1973	-16%	52	10%	13.8	14.0	2%
11/02/1974	13/03/1974	-35%	30	10%	11.3	11.7	3%
27/09/1981	30/11/1981	-20%	64	12%	7.7	8.0	3%
08/03/1982	07/05/1982	-70%	60	11%	7.5	8.1	8%
16/04/2000	01/09/2000	-11%	138	12%	25.7	27.5	7%
03/04/2001	21/05/2001	-28%	48	19%	19.7	24.1	22%
22/09/2001	06/01/2002	-37%	106	21%	19.3	25.3	31%
23/07/2002	22/08/2002	-48%	30	21%	16.5	20.0	21%
10/03/2008	19/05/2008	-19%	70	12%	14.6	16.3	12%
12/10/2008	13/10/2008	-43%	1	12%	11.0	12.3	12%
27/10/2008	04/11/2008	-46%	8	18%	10.6	12.6	19%
20/11/2008	06/01/2009	-52%	47	24%	9.8	12.9	32%
	moyenne	-35%	55	15%	14.0	16.1	14%
	médiane	-36%	50	12%	12.5	13.4	12%
16/06/2022	16/08/2022	-24%	61	17%	16.9	19.7	17%

Source: Datastream; Les Cahiers Verts \*Une hausse d'au moins 10% au sein d'un bear market

Au plus haut de la mi-août nous nous situons encore 11% sous le point haut du début de l'année. Puis, à partir de la mi-août, le marché a encore corrigé à la baisse, principalement à partir du repricing du durcissement monétaire futur de la Fed. Le marché a rechuté de 9% jusqu'au 6 septembre.

Et aujourd'hui, avec le petit rebond des dernières séances, on se situe encore à 16% du point haut du début d'année, mais presque 10% au - dessus du point bas de la mi-juin.

Donc, nous n'avons pas au cours de cette baisse retrouvé le point bas de mi-juin. Il convient donc de s'interroger sur le positionnement du marché actions.

Nous avons déjà traité cette question, mais il faut pour cela s'interroger sur les conditions historiques de sortie d'un bear market. Ou, ce qui revient au même, d'entrée dans un bull market durable.

Il y a selon nous 8 principaux facteurs de sortie d'un bear market :

- L'amélioration du momentum macro
- La perspective de révisions à la hausse des BPA, ce qui suppose à tout le moins un momentum récent moins négatif
- La décélération de l'inflation et le niveau de celle-ci
- Le momentum de taux longs et leur niveau
- La perspective de détente monétaire future
- La baisse de valorisation absolue et son niveau (déprimé)
- Prime de risque en hausse et son niveau élevé
- le sentiment de marché en baisse et à un niveau très bas

Bien entendu, l'émergence d'un bull market ne suppose pas la réunion simultanée de l'ensemble des 8 critères. De même que chaque critère n'a pas la même importance selon les spécificités de chaque cycle boursier. Il est ainsi évident que le momentum d'inflation a beaucoup plus d'importance aujourd'hui que lors des cycles des 40 dernières années.

Parallèlement, plusieurs critères sont très liés entre eux, comme l'inflation, la politique monétaire et les taux longs.

Enfin, il faut porter une attention particulière à la tendance et au niveau de chaque variable. Par exemple, les démarrages de bull markets sont le plus souvent caractérisés par une situation économique très dégradée (ISM très bas) mais qui tend à s'améliorer.

La capacité à détecter un point bas de marché est donc plus une question d'intuition que de vérité scientifiquement établie. Sans oublier qu'il faut aussi souvent compter avec les facteurs exogènes (comme la guerre d'Ukraine aujourd'hui), même si cela est partiellement intégré dans les indicateurs de sentiment de marché.

Partant de là, regardons la situation actuelle de l'ensemble des critères eu égard à leur situation aux points de départ des précédents bull markets (cf. tableau ci-dessous).

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

creux des marchés	variation de l'ISM sur 3 mois	variation des révisions de BPA sur 3 mois	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	-9.8	#N/A	0.0%	0.1	0.4	16.0	6.2%	#N/A
07/10/1966	-0.3	#N/A	0.0%	0.8	0.0	14.0	7.2%	#N/A
26/05/1970	-0.2	#N/A	0.0%	0.0	-0.9	13.7	7.3%	-27
03/10/1974	-8.5	#N/A	1.1%	-0.1	-4.2	7.7	13.0%	-34
12/08/1982	0.6	#N/A	-0.6%	-2.3	-2.0	8.0	12.5%	-25
04/12/1987	-0.5	-23%	0.0%	0.2	-1.3	12.5	8.0%	-10
11/10/1990	-4.7	-21%	0.5%	-0.4	-1.0	11.5	8.7%	-25
31/08/1998	-1.6	-15%	-0.1%	-0.3	-0.8	20.5	4.9%	-9
09/10/2002	-3.1	-39%	-0.3%	-0.3	-0.2	16.2	6.2%	-15
09/03/2009	-2.4	11%	0.2%	-0.8	0.0	10.5	9.5%	-21
03/10/2011	-2.1	-42%	0.1%	-0.1	-0.1	11.7	8.6%	-12
24/12/2018	-4.4	-33%	-0.3%	0.4	0.2	14.7	6.8%	-5
23/03/2020	1.2	-31%	-0.8%	-1.8	-1.0	13.8	7.2%	-12
12/09/2022	-3.3	-21%	-0.5%	2.4	0.7	18.5	5.4%	0
moyenne	-2.8	-24%	0.0%	-0.4	-0.8	13.1	8.2%	-18
mediane	-2.1	-27%	0.0%	-0.1	-0.8	13.7	7.3%	-15
moyenne depuis 1987	-2.2	-24%	-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

Commençons par la macro. Une majorité de bull markets démarre alors que l'économie américaine est encore en récession avec une perspective de sortie à horizon 6 mois. C'est pourquoi le momentum de l'ISM est négatif, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui.

Pour le reste, et comme nous l'avons fait observer dans notre dernière chronique sur le sujet, il est difficile d'envisager une sortie de récession dans les prochains mois, alors même que l'économie américaine n'y est pas encore entrée. On sait que la définition « NBER » des récessions pour les États-Unis fait appel à des indicateurs mensuels assez 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 378 000 emplois créés sur les 3 derniers mois.

La véritable question est au contraire de savoir si l'économie américaine est susceptible d'entrer en récession dans les prochains trimestres ou prochains mois. Et c'est là qu'il faut reconnaître que la probabilité est moins forte aujourd'hui qu'avant l'été, en dépit des nombreux chocs qu'elle a subis (forte accélération de l'inflation et forte dégradation des conditions financières, politique budgétaire restrictive, baisse de la demande mondiale, incertitudes géopolitiques,...), même si la croissance restera faible.

Pourquoi une telle résistance ? Une moindre dépendance extérieure du point de vue énergétique, un stock d'épargne des ménages encore élevé (bien que concentré sur les derniers déciles), un marché de l'emploi toujours robuste (bien qu'en décélération), des bilans des entreprises satisfaisants (d'où la faiblesse des taux de défauts) et des niveaux de capitalisation des banques relativement satisfaisants.

Donc au total, nous estimons que le critère macro est neutre.

Quid des autres variables?

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 points bas des bear markets est un momentum de révision négative. Le momentum sur 3 mois est de ce point de vue négatif mais on observe une amélioration sur 1 mois. Dès lors, à moins de penser que la contraction des marges et la décélération de la croissance nominale n'auront aucun impact, c'est donc en l'état un argument plutôt neutre.

Le sentiment de marché (Bulls/bears) est de son côté relativement neutre, alors qu'historiquement, il est beaucoup plus négatif lors des débuts de bull markets précédents. C'est donc un argument légèrement négatif.

En matière de valorisation absolue, le P/E trailing a beaucoup baissé depuis 8 mois, mais le niveau reste plus élevé que lors des points bas du passé, car parti de très haut. On pourrait objecter que le P/E trailing a été structurellement plus élevé au cours des 10 dernières années par rapport à la moyenne historique très longue, sous l'effet de la baisse des taux réels. Mais même en tenant compte de cela, on se retrouve à la médiane (50%) sur 10 ans à 18,2x. C'est donc un argument au mieux neutre.

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 très loin d'avoir capitulé (comme cela avait par exemple pu être le cas lors des corrections de 2015-16 ou de 2018 où elle avait fini par interrompre le processus de resserrement) : on en revient au problème actuel du haut niveau d'inflation (cf. ci-dessous). Or, tant que la Fed continue son resserrement, il est difficile de tableur sur une détente significative des taux réels et donc sur une expansion des multiples de valorisation. Ce sont donc des

arguments encore négatifs, même si le niveau des taux longs et des fed funds est faible en comparaison historique.

Quant à la hausse de la prime de risque, elle a été assez faible par rapport au passé. Le processus a été freiné par la montée des taux longs. Et, comme nous le disions la semaine dernière, la prime de risque est assez confortable, mais il est clair que la situation actuelle (inflation au plus haut depuis 40 ans, resserrement monétaire le plus violent depuis 1979-82, guerre d'Ukraine) justifie une prime de risque ex ante largement au-dessus de la moyenne. Au total, c'est un argument faiblement positif.

Quid de l'inflation ? Les données d'inflation s'améliorent indéniablement aux Etats Unis. Le chiffre d'août sera publié mardi mais nous parions volontiers sur une poursuite de la décélération entamée sur le chiffre de juillet sur l'indice général (passé en glissement annuel de 9,1 à 8,5% entre juin et juillet).

Les prix de l'énergie baissent depuis la mi-juin. Le prix de l'essence est ainsi à peine 6% au-dessus du niveau pré-guerre d'Ukraine. Mais cela va au-delà de l'énergie. La considérable détente sur les chaînes d'approvisionnement a ainsi permis une chute des prix des véhicules d'occasion. Les composantes prix et délais de livraison se sont également améliorées dans les indices ISM.

Bien sûr l'inflation sous-jacente va rester élevée probablement autour de 6%, en particulier à cause du poids des loyers (réels et fictifs).

Mais il demeure que sur des hypothèses raisonnables, on peut tabler sur une inflation générale s'établissant en glissement à 6/6,5% au 4<sup>ème</sup> trimestre (contre plus de 10% en Zone euro).

Il est vrai cependant que le niveau actuel d'inflation est assez nettement supérieur aux niveaux enregistrés lors des reprises de marché antérieures. Depuis 1962, le niveau d'inflation au début des bull markets est de 3,9% en moyenne (3,5% en médiane) et de 2,7% depuis 1987.

Mais le momentum d'inflation actuel et futur nous apparaît comme le meilleur argument en faveur des actions américaines.

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

Il nous est difficile de parier dès aujourd'hui sur l'émergence d'un bull market durable compte tenu de nos critères mentionnés supra. Mais il est tout aussi délicat d'envisager de refranchir les points bas de la mi-juin si on croit dans l'amélioration du momentum d'inflation et dans la résilience de l'économie américaine. Nous croyons plutôt à un « range » du S&P 500 autour des niveaux actuels ou un niveau légèrement supérieur. Dans ces conditions, nous préconisons ceci :

- Renforcement de la position actions américaines au détriment du cash (c'est le principal changement)
- Long santé vs. financières et consommation cyclique dans le S&P 500
- Long Tech US vs. S&P500
- Long S&P 500 vs. Eurostoxx (en euros)
- En stock picking, jouer la capacité de résistance des marges au sein du S&P 500
- Concernant les styles d'investissement, jouer un long Low Vol, Qualité et Haut Dividende