

Rapport stratégique

Bureau du chef des placements □ Juin 2022

Perspective historique sur les marchés baissiers : faits et chiffres

Au milieu du mois de juin, le recul du S&P 500 par rapport à son sommet a franchi la barre des 20 %, marquant ainsi le début d'un marché baissier – une première depuis mars 2020 et seulement le onzième depuis 1950. À quoi peut-on s'attendre à partir d'ici ?

Tous les marchés baissiers ont leur série de facteurs les rendant uniques, ce pour quoi nous ne pouvons prévoir quoi que ce soit avec certitude à ce stade. Néanmoins, les comparaisons historiques permettent de mettre les choses en perspectives et de donner une idée sommaire de l'éventail des scénarios possibles. À cette fin, ce Rapport stratégique présente un survol rapide des principales caractéristiques des marchés baissiers du S&P 500 depuis 1950. Spécifiquement, nous discutons de leur ampleur et de leur durée, du facteur déterminant qu'est l'état de l'économie réelle, des conditions généralement nécessaires à une reprise soutenue et des implications pour les investisseurs à long terme.

Louis Lajoie
Stratège en investissement
Bureau du chef des placements

Mikhael Deutsch-Heng
Associé, stratégie d'investissement
Bureau du chef des placements

1 | Chaque marché baissier est unique...

Marchés baissiers du S&P 500 depuis 1950

Sommet	Creux	Reprise	Évènement	Sommet-creux (mois)	Creux-reprise (mois)	Durée totale (mois)	Recul max
Aug-1956	Oct-1957	Sep-1958	Récession de 1958	15	11	26	-21.6%
Dec-1961	Jun-1962	Sep-1963	<i>Kennedy Slide</i> de 1962	6	14	21	-28.0%
Feb-1966	Oct-1966	May-1967	Resserrement monétaire agressif de la Fed	8	7	15	-22.2%
Nov-1968	May-1970	Mar-1972	Récession de 1969-1970	18	21	39	-36.1%
Jan-1973	Oct-1974	Jul-1980	Choc pétrolier suite à l'embargo de l'OPEP	21	70	90	-48.2%
Nov-1980	Aug-1982	Nov-1982	Récession du début des années 1980	20	3	23	-27.1%
Aug-1987	Dec-1987	Jul-1989	Krach d'octobre 1987	3	20	23	-33.5%
Mar-2000	Oct-2002	May-2007	Éclatement de la bulle techno	31	56	86	-49.1%
Oct-2007	Mar-2009	Mar-2013	Crise financière de 2007-2008	17	49	66	-56.8%
Feb-2020	Mar-2020	Aug-2020	Pandémie de COVID-19	1	5	6	-33.9%
Jan-2022	Jun-2022*	?	<i>Inflation galopante</i>	5	?	5	-23.6%
Moyenne (excluant le marché baissier actuel)				14	25	39	-35.7%

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv et Bloomberg). *Jusqu'à présent, le creux du marché baissier actuel a été atteint le 16 juin.

Tous différents

Depuis 1950, le S&P 500 a connu dix marchés baissiers complets, définis comme étant (1) un déclin de plus de 20 % à partir de son niveau record et (2) une reprise totale jusqu'à l'atteinte d'un nouveau sommet. En moyenne, il faut à l'indice environ 14 mois avant de toucher un creux et un autre 25 mois avant de franchir un nouveau sommet, pour une durée totale de plus de 39 mois. Le recul maximal moyen s'élève pour sa part à 35,7 % (**graphique 1**, page précédente).

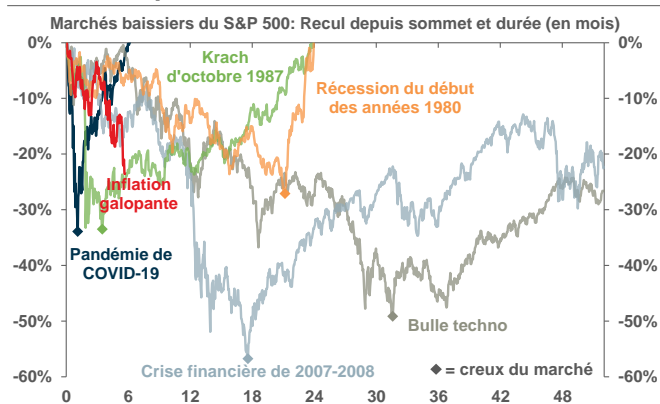
Une mise en garde s'impose cependant; derrière ces valeurs moyennes se cachent des résultats qui varient énormément d'un événement à l'autre. Par exemple, le recul maximal de 21,6 % lors de la récession de 1958 paraît bien léger en comparaison avec le déclin de 56,8 % observé lors de la crise financière de 2007-2008.

La durée des différentes étapes (du sommet au creux, du creux à la reprise et la durée totale) varie tout autant d'un marché baissier à l'autre (**graphique 2**).

l'inverse de ce qui s'est passé lors de la récession du début des années 1980. Enfin, le marché baissier actuel, caractérisé par le combat de la Réserve fédérale face à l'inflation galopante, dure maintenant depuis plus de cinq mois. C'est presque aussi long que la durée totale du cycle baissier du début de la pandémie de COVID-19.

Bref, le recul maximal des marchés baissiers est généralement plus long (14 mois en moyenne contre cinq mois présentement) et plus sévère (-36 % contre -22 %) que ce que nous avons vécu jusqu'à présent en 2022. Or, ces caractéristiques ne sont pas purement aléatoires. Il existe en effet un facteur déterminant derrière l'ampleur et la durée totale des différents marchés baissiers : l'ampleur et la durée totale du recul de l'économie réelle.

2 | ... et se présente sous différentes formes



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

En effet, il aura fallu plus de deux ans et demi pour que le S&P 500 atteigne un creux lors de l'éclatement de la bulle techno, mais seulement un mois lors du marché baissier associé au début de la pandémie de COVID-19. Dans le cas du Krach d'octobre 1987, le creux a été atteint extrêmement rapidement (trois mois), mais la reprise a été beaucoup plus longue (20 mois); c'est exactement

Économie réelle

Le marché boursier est reconnu comme étant un indicateur économique avancé, et c'est effectivement ce que nous observons dans notre analyse alors que sept des dix marchés baissiers depuis 1950 ont été accompagnés d'une récession américaine telle que définie par le *National Bureau of Economic Research* (**graphique 3**).

De plus, la sévérité du recul de la bourse semble être fonction de l'ampleur et de la durée du ralentissement économique. En effet, les trois marchés baissiers qui n'ont pas été accompagnés d'une récession (le *Kennedy Slide* de 1962, le resserrement monétaire agressif de la Fed de 1966-1967 et le Krach d'octobre 1987) affichent une durée et des reculs maximaux qui sont bien inférieurs à la moyenne.

À l'inverse, les marchés baissiers les plus sévères sont survenus lors de périodes extrêmement difficiles pour l'économie. Le choc pétrolier des années 1970 et la crise financière de 2007-2008 en sont d'excellents exemples. Lors de ces deux événements, la contraction économique a non

seulement été d'une grande ampleur, mais elle a également duré très longtemps.

Plus récemment, le marché baissier associé à la pandémie de COVID-19 a été relativement peu sévère par rapport à l'ampleur du recul de l'économie réelle. Toutefois, cela reflète plutôt le fait que le creux de l'activité économique a été atteint après seulement deux mois.

Pour l'instant, le marché baissier actuel n'est pas associé à une récession, ni même à un léger recul de l'activité économique. Bien entendu, tout pointe vers un ralentissement économique au cours des prochains mois, tandis que le ton de plus en plus ferme de la Réserve fédérale augmente les risques de récession. Toutefois, les scénarios de chocs économiques plus sévères demeurent des scénarios alternatifs à ce stade.

3 | Le recul dépend généralement de l'ampleur et de la durée du ralentissement économique

Marchés baissiers du S&P 500 et l'économie réelle

Marchés baissiers	Évènement	S&P 500			Économie réelle*			
		Recul max	Sommet-creux (mois)	Creux-reprise (mois)	Récession?	Recul max	Sommet-creux (mois)	Creux-reprise (mois)
Aug-1956 - Sep-1958	Récession de 1958	-21.6%	15	11	✓	n/a	n/a	n/a
Dec-1961 - Sep-1963	<i>Kennedy Slide</i> de 1962	-28.0%	6	14	X	0.0%	0	0
Feb-1966 - May-1967	Resserrement agressif de la Fed	-22.2%	8	7	X	-0.3%	1	1
Nov-1968 - Mar-1972	Récession de 1969-1970	-36.1%	18	21	✓	-2.2%	13	5
Jan-1973 - Jul-1980	Choc pétrolier des années 1970	-48.2%	21	70	✓	-7.0%	16	18
Nov-1980 - Nov-1982	Récession du début des années 1980	-27.1%	20	3	✓	-3.9%	15	11
Aug-1987 - Jul-1989	Krach d'octobre 1987	-33.5%	3	20	X	-0.2%	1	1
Mar-2000 - May-2007	Éclatement de la bulle techno	-49.1%	31	56	✓	-2.0%	14	22
Oct-2007 - Mar-2013	Crise financière de 2007-2008	-56.8%	17	49	✓	-9.7%	17	42
Feb-2020 - Aug-2020	Pandémie de COVID-19	-33.9%	1	5	✓	-13.0%	2	18
Jan-2022 - Aujourd'hui	Inflation galopante	-23.6%	5	?	?	0.0%	?	?
Moyenne (excluant le marché baissier actuel)		-35.7%	14	25	✓	-4.2%	9	13

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv et Bloomberg). *L'indice d'indicateurs coïncidents du Conference Board est utilisé comme proxy de l'économie réelle.

Conditions pour une reprise soutenue

L'ampleur et la durée du ralentissement économique sont de bons indicateurs de la sévérité des marchés baissiers à posteriori, mais ils ne sont pas d'une grande utilité lorsque vient le temps d'analyser les conditions propices à ce qu'une reprise soutenue s'amorce. En effet, si le marché boursier est un indicateur avancé de l'économie réelle, cette dernière est forcément un indicateur retardé du marché boursier.

Par conséquent, nous nous sommes tournés vers des données économiques et financières plus ponctuelles : (1) le ratio cours-bénéfice (C/B) comme mesure la valorisation boursière, (2) l'indice ISM Manufacturier comme reflet de la direction de l'activité économique et (3) les taux 2 ans des obligations du Trésor américain comme indication des anticipations du marché quant à la trajectoire future de la politique monétaire de la Réserve fédérale (**graphique 4**).

Ce faisant, nous observons que tous les cycles baissiers sont associés à une compression du ratio C/B, neuf sur dix sont accompagnés d'un déclin de l'ISM Manufacturier et six sur dix voient les taux 2

ans diminuer tout juste avant qu'un creux soit atteint. De plus, le recul de ces trois indicateurs est plus important lorsque les marchés baissiers coïncident avec une récession; la différence est particulièrement marquée en ce qui a trait à l'ISM (il recule en moyenne de 13,3 avec récessions contre 6,7 ex-récessions) et aux taux 2 ans (diminution moyenne de 99 Pb avec récessions contre seulement 1 Pb ex-récessions).

En termes simples, le S&P 500 a généralement besoin de trois conditions pour toucher un creux : (1) les valorisations doivent diminuer, (2) le secteur manufacturier doit ralentir et (3) la Fed doit pivoter vers une politique monétaire plus accommodante.

Où en sommes-nous présentement? Depuis son sommet de début janvier 2022, le S&P 500 a vu son ratio C/B reculer de 6,3, un déclin en ligne avec la moyenne historique. Cependant, sur la même période, l'ISM Manufacturier a seulement diminué de 1,5, illustrant à quel point le marché baissier actuel est en avance par rapport au ralentissement économique (**graphique 5**, page suivante).

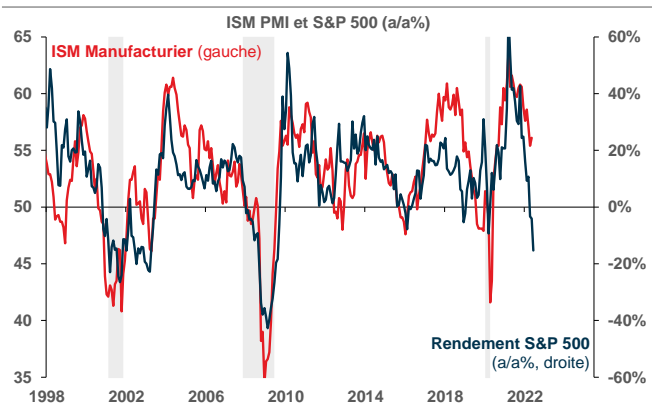
4 | Conditions propices à un creux: compression du ratio C/B, recul de l'ISM et pivot de la Fed

Conditions économiques et financières lors du creux des marchés baissiers du S&P 500

Creux du marché baissier (R = récession)	Recul du S&P 500 (à partir du sommet)	Ratio C/B	Δ Ratio C/B (à partir du sommet)	ISM Manufacturier	Δ ISM Manufacturier (à partir du sommet)	Δ taux 2 ans * (derniers 3 mois)
Oct-1957 (R)	-22%	11.3x	-2.8x	41.1	-10.4	+50 Pb
Jun-1962	-28%	15.1x	-7.7x	50.8	-13.4	+0 Pb
Oct-1966	-22%	13.3x	-4.5x	57.2	-8.3	+50 Pb
May-1970 (R)	-36%	12.5x	-6.5x	47.2	-10.9	-175 Pb
Oct-1974 (R)	-48%	6.9x	-11.5x	42.7	-29.4	-253 Pb
Aug-1982 (R)	-27%	7.4x	-2.1x	38.3	-19.9	-87 Pb
Dec-1987	-34%	9.6x	-5.6x	61.0	1.7	-54 Pb
Oct-2002 (R)	-49%	13.8x	-11.0x	49.0	-5.9	-103 Pb
Mar-2009 (R)	-57%	10.2x	-4.9x	37.2	-15.6	+11 Pb
Mar-2020 (R)	-34%	13.0x	-6.1x	49.1	-1.2	-136 Pb
Moyenne	-36%	11.3x	-6.3x	47.4	-11.3	-70 Pb
Moyenne (récessions)	-39%	10.7x	-6.4x	43.5	-13.3	-99 Pb
Moyenne (ex-récessions)	-28%	12.6x	-5.9x	56.3	-6.7	-1 Pb
Jun-2022*	-23%	15.4x	-6.3x	56.1	-1.5	+123 Pb

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv et Bloomberg). *Données en date du 17 juin 2022. Taux 2 ans avant 1976, taux effectif des fonds fédéraux avant.

5 | Un recul boursier bien en avance sur l'économie



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Enfin, du côté de la politique monétaire, les taux 2 ans ont augmenté de 123 Pb au cours des trois derniers mois alors que la Fed s'est systématiquement montrée de plus en plus combative vis-à-vis l'inflation. Nous sommes donc encore bien loin du changement de cap de la banque centrale qui est généralement observé en fin de marchés baissiers.

Conclusion

Si tous les marchés baissiers ont leurs facteurs spécifiques, celui de 2022 tire clairement ses racines dans le combat opposant la Fed à l'inflation. Cela explique probablement pourquoi les cinq premiers mois de reculs se sont matérialisés via une compression des multiples alors qu'il y a encore bien peu de dommages au niveau de l'économie réelle.

Dans cette optique, le retour vers une tendance haussière devra vraisemblablement passer par un ralentissement marqué de l'inflation permettant au minimum à la banque centrale de ralentir le resserrement monétaire agressif qu'elle effectue présentement.

Pour le moment, il n'est pas certain que le retour de l'inflation à un niveau plus soutenable doit nécessairement passer par une récession, tandis que les facteurs aggravants présents lors des marchés baissiers les plus sévères ne semblent pas en place. Néanmoins, la posture actuelle des banques centrales augmente indéniablement les chances d'un ralentissement économique plus prononcé à court terme. Ainsi, l'été s'annonce

6 | Horizon à long terme: l'importance de garder le cap

Rendement annualisé du S&P 500 suite au début d'un marché baissier*

Date du recul de 20%	Année suivante	3 années suivantes	5 années suivantes	10 années suivantes
21-Oct-1957	25.7%	9.8%	5.8%	7.6%
28-May-1962	21.2%	12.9%	8.4%	5.7%
29-Aug-1966	24.3%	8.4%	5.9%	3.4%
29-Jan-1970	11.1%	10.9%	-3.4%	2.6%
27-Nov-1973	-27.4%	2.1%	-0.1%	5.6%
22-Feb-1982	32.6%	17.6%	20.2%	15.6%
19-Oct-1987	26.5%	14.2%	16.4%	19.1%
12-Mar-2001	0.3%	0.7%	3.3%	3.1%
09-Jul-2008	-27.4%	4.8%	7.7%	10.4%
12-Mar-2020	61.6%	n/a	n/a	n/a
Moyenne marché baissier	14.8%	9.0%	7.1%	8.1%
Moyenne totale	9.9%	8.7%	8.5%	8.0%

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv et Bloomberg). * Rendement total depuis 1988, rendement prix avant.

volatil alors que la sensibilité des marchés aux chiffres de l'inflation demeurera anormalement élevée.

Or, au-delà des fluctuations à court terme, il convient de rappeler l'importance – chiffres à l'appui – de garder le cap pour les investisseurs dont l'horizon se mesure non pas en mois, mais en années. En effet, depuis 1950, le rendement du S&P 500 l'année suivant l'atteinte du seuil de marché baissier (-20 %) tel que franchi ce mois-ci a été positif huit fois sur dix. Encore une fois, il existe une grande dispersion entre les périodes, mais celle-ci s'amenuise à mesure que l'horizon augmente, tandis que le rendement annualisé moyen suite à l'atteinte du seuil de -20 % n'est pas bien différent de la moyenne historique (**graphique 6**, page précédente). Voilà un rappel que les cycles de marchés baissiers sont en quelque sorte un passage obligé dont l'impact, bien que désagréable dans le moment, tend à se dissiper à travers le temps.

Bureau du chef des placements

CIO-Office@bnc.ca

Martin Lefebvre

Chef des placements
martin.lefebvre@bnc.ca

Louis Lajoie

Directeur
Stratégie d'investissement
louis.lajoie@bnc.ca

Simon-Carl Dunberry

Directeur
Stratégie de portefeuille
simon-carl.dunberry@bnc.ca

Nicolas Charlton

Associé
Stratégie quantitative
nicolas.charlton@bnc.ca

Mikhael Deutsch-Heng

Associé
Stratégie d'investissement
mikhael.deutschheng@bnc.ca

Zaid Shoufan

Associé
Stratégie de portefeuille
zaid.shoufan@bnc.ca

Christophe Faucher-Courchesne

Associé
Stratégie quantitative
christophe.faucher-courchesne@bnc.ca

Général

Le présent document a été élaboré par Banque Nationale Investissements inc. (BNI), filiale en propriété exclusive de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote de la Bourse de Toronto (TSX : NA).

Les renseignements et les données fournis dans le présent document, y compris ceux fournis par des tiers, sont considérés exacts au moment de leur impression et ont été obtenus de sources que nous avons jugées fiables. Nous nous réservons le droit de les modifier sans préavis. Ces renseignements et données vous sont fournis à titre informatif uniquement. Aucune représentation ni garantie, explicite ou implicite, n'est faite quant à l'exactitude, la qualité et le caractère complet de ces renseignements et de ces données. Les opinions exprimées ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des parts mentionnées aux présentes et ne devraient pas être considérées comme une recommandation. Les points de vue exprimés ne visent pas à prodiguer des conseils de placement ni à faire la promotion de placements en particulier et aucune prise de décision de placements ne devrait reposer sur ces derniers. Banque Nationale Investissements inc. a pris les moyens nécessaires afin de s'assurer de la qualité et de l'exactitude des informations contenues aux présentes à la date de la publication. Cependant, Banque Nationale Investissements inc. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de cette information et cette communication ne crée aucune obligation légale ou contractuelle pour Banque Nationale Investissements inc.

BNI ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, BNI et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement.

Le présent document ne peut être distribué qu'au Canada et qu'aux résidents du Canada que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent document ne s'adresse pas à vous si BNI ou toute société affiliée distribuant le présent document fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent document, vous devriez vous assurer que BNI a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Un placement dans un fonds d'investissement (« Fonds ») peut donner lieu à des frais de courtage, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus des Fonds avant de faire un placement. Les titres des Fonds ne sont pas assurés par la Société d'assurance-dépôts du Canada ni par un autre organisme public d'assurance-dépôts. Les Fonds ne sont pas garantis, leur valeur fluctue souvent et leur rendement passé n'est pas indicatif de leur rendement dans l'avenir.

© 2022 Banque Nationale Investissements inc. Tous droits réservés. Toute reproduction totale ou partielle est strictement interdite sans l'autorisation préalable écrite de Banque Nationale Investissements inc.

MD BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS est une marque déposée de la Banque Nationale du Canada, utilisée sous licence par Banque Nationale Investissements inc.