



## Exubérance irrationnelle ou simple excès d'optimisme ?

**Valorisation extrême du S&P 500 (PE 22x). Prime de risque à nouveau irrationnelle. Volatilité historique au plus bas depuis 2007. Un échec de la réforme fiscale pourrait faire plonger Wall Street.**

### Points clés

- Exubérance irrationnelle ou simple excès d'optimisme à court terme ?
- Valorisation extrême du S&P 500 en 2017
- Les GAFA et Microsoft représentent 61% de la hausse du S&P 500 d'octobre
- La volatilité implicite suggère une forte complaisance et un haut degré de risque
- La contraction de la prime de risque des taux d'intérêt révèle une confiance irrationnelle
- Persistance de l'insensibilité aux risques politiques, géopolitiques et institutionnels
- Anticipations économiques peut-être déjà trop optimistes
- Attention à l'indice de surprises économiques
- Un échec ou un simple report de l'adoption de la réforme fiscale ferait chuter Wall Street

### Exubérance irrationnelle ou simple excès d'optimisme à court terme ?

« Irrational exuberance », c'était le titre du livre de Robert Shiller, professeur de l'université de Yale, publié en 2000 au sommet de la bulle internet, juste avant l'effondrement de plus de -50% des cours boursiers. Dans sa réactualisation en 2005, il y décrivait l'exubérance irrationnelle qui caractérisait, selon lui, le marché immobilier avant l'éclatement de la crise des « subprime ». Le titre était en quelque sorte un hommage au président de la réserve fédérale, Allan Greenspan, qui le premier avait utilisé cette expression dans un discours en 1996, évoquant les risques de surévaluation des marchés actions.

Ce terme d'exubérance irrationnelle décrit en particulier les mécanismes qui peuvent conduire à une

surévaluation des actifs financiers temporaire, mais vouée pourtant à une correction inéluctable vers une valeur « normale » de marché. Ces périodes de surévaluation des actifs sont, par nature, transitoires et sont caractérisées par une confiance extrême des investisseurs.

**Cette confiance excessive empêche une prise en compte objective des risques de correction des valorisations des actifs en phase de hausse, lorsque les cours s'emballent, alors même que les valorisations associées à la progression des bourses atteignent des niveaux extraordinaires et semblent parfois défier les lois de la gravité. Une véritable euphorie boursière se développe et conduit à une surévaluation des marchés financiers, qui peut cependant sembler pleinement justifiée par une conjoncture économique particulièrement faste et prospère. Cette description peut tout à fait s'appliquer à la situation actuelle du marché actions aux Etats-Unis.**

Excès de confiance et mimétisme comportemental alimentent et exacerbent les tendances jusqu'à la constitution de bulles de valorisation, identifiées parfois comme de probables bulles spéculatives, mais dont il est bien difficile de s'affranchir tant la volonté de participer à l'euphorie en place est forte. Mais les bulles spéculatives finissent toujours par exploser lorsqu'on s'y attend le moins, corrigeant souvent très brutalement et rapidement leurs excès pour retrouver des niveaux historiques et plus « normaux » de valorisation des actifs.

Allan Greenspan rappelait, il y a seulement quelques semaines, que le concept ou le terme d'exubérance irrationnelle pouvait en tout cas bel et bien s'appliquer aujourd'hui au marché obligataire américain. Trente années de « bull market » obligataire ne peuvent désormais se terminer que par un renversement de tendance et une hausse des taux d'intérêt. Cette hausse des taux est en fait déjà enclenchée et se poursuivra certainement avec la normalisation de la politique

monétaire menée par la Réserve fédérale américaine. Désormais, cette perspective est assez largement partagée, mais le rythme de hausse des taux longs est encore perçu comme très progressif et donc insuffisant pour provoquer un véritable éclatement soudain de cette bulle obligataire.

### Que dire dans ce contexte du risque actions ? Peut-on déjà parler d'exubérance irrationnelle ?

La hausse des actions américaines depuis 2009 a porté l'indice S&P 500 de 666 points à 2597 points, ce qui correspond à une progression annualisée de près de +18% par an, soit près de deux fois la performance annualisée historique des actions américaines. Au cours des douze derniers mois, depuis l'élection de Donald Trump, la hausse s'est établie à +22.5%, montrant encore une accélération de la performance en 2017 qui s'est aussi emballée au cours des deux derniers mois. Cette dernière hausse n'a pourtant pas touché tous les 500 titres du S&P 500 de la même manière. Au contraire, on observe un engouement plutôt focalisé sur un nombre relativement limité de valeur du numérique telles que Google, Apple, Amazon ou Facebook notamment, dont les capitalisations boursières ont fortement progressé et dont les valorisations atteignent dans certains cas des niveaux extrêmes. Le titre Amazon se traite en effet à 1'120 dollars, mais le bénéfice par action n'est pourtant que de 4.2 dollars, ce qui représente un multiple de 265x. Les perspectives sont certainement exceptionnelles, mais il faudrait compter sur un doublement chaque année du bénéfice d'ici 2021 pour que le titre se traite au cours actuel sur la base d'une valorisation réduite à moins de 20x les bénéficiers. Exubérance irrationnelle ou simple excès d'optimisme ? Le fondateur et CEO Jeff Bezos a peut-être son idée sur la question, lui qui a vendu ces derniers jours pour environ 1 milliard de dollars d'actions de sa société.

Ces quelques valeurs du numérique (5 sur 500) ont très largement tiré l'indice global à la hausse cette année et peut-être plus encore au cours du dernier mois d'octobre. On estime que près de deux tiers de la hausse de l'indice est due aux valeurs phares du numérique.

### Gains de capitalisations boursières en octobre

#### Market capitalization gain (in value)

Company	Weight in S&P 500	Market cap. Gain (30.09.2017-31.10.2017)
Apple	4%	77 billion
Amazon	2%	71 billion
Microsoft	3%	68 billion
Google	3%	42 billion
Facebook	2%	27 billion
<b>S&amp;P500</b>		<b>463 billion</b>
<b>Total</b>		<b>285 billion</b>
		<b>61%</b>

Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La progression du S&P500 a donc été essentiellement obtenue par la hausse de valorisation de ces 5 valeurs ne représentant que 1% des titres et 14% de la capitalisation totale. Il fallait donc rester investi pleinement dans ces quelques titres aux valorisations extrêmes pour participer à la hausse du marché américain.

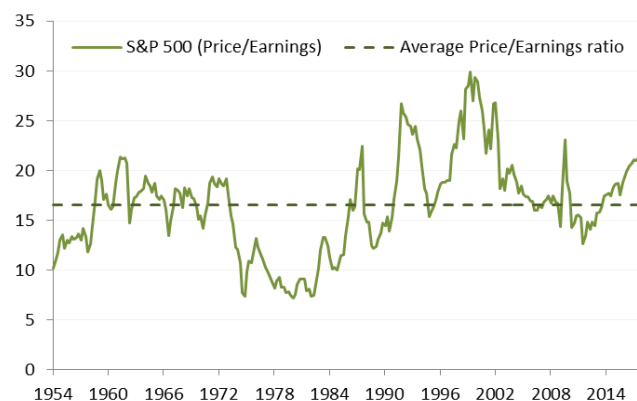
Une telle concentration peut-elle constituer une exubérance irrationnelle ou s'agit-il d'un simple excès d'optimisme à court terme ?

Quelle que soit la réponse à cette question, un investisseur rationnel ne peut ignorer ce fait et considérera certainement que les risques de correction des valorisations extrêmes ont clairement augmenté en octobre 2017, à moins que le « momentum » ne soit une raison suffisante pour justifier une poursuite de la dynamique actuelle jusqu'en fin d'année.

### Valorisation extrême pour le S&P 500 en 2017 ?

Depuis 2009, la valorisation du S&P 500 a régulièrement progressé, de 12x au plus bas (mars 2009) à 22x les bénéficiers en cours aujourd'hui. La valorisation des actions américaines est ainsi deux fois plus élevée en novembre 2017 qu'au début du « bull market ». La valorisation actuelle est aussi supérieure de près de 30% à la moyenne des dix dernières années (17.3x). Sans être tout à fait extrême au sens où on aurait pu le dire pendant la phase de constitution de la bulle internet au tournant du 20<sup>ème</sup> siècle – lorsque le PE du marché avait atteint 30x les bénéficiers – on peut tout de même considérer que la valorisation n'a que très rarement dépassé le niveau actuel, comme le montre le graphique ci-dessous.

### Valorisation du S&P500 – PE (1954-2017)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

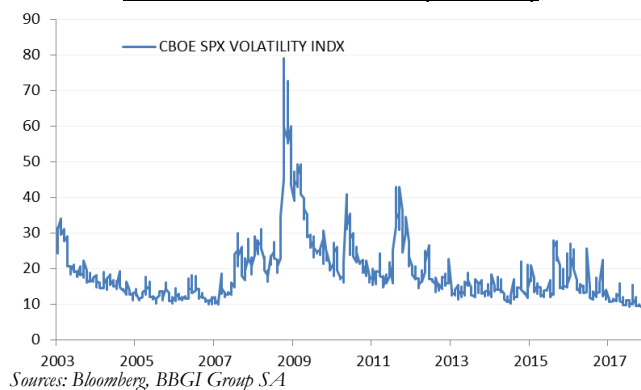
Depuis les années 50, le PE moyen du S&P 500 est de 16.5x, et si l'on exclut l'épisode de la « bulle internet », le niveau actuel de 22x correspond aux niveaux extrêmes ayant presque à chaque fois produit une nette correction du marché.

**L'exubérance irrationnelle semble donc prendre forme aussi sur le marché des actions sur fond de constitution de « bulle numérique » qui, sous certains aspects, n'est pas sans rappeler l'euphorie qui avait précédé la chute massive des valeurs technologiques et des indices globaux en 2000.**

### **La volatilité implicite suggère un fort degré de complaisance et de risque**

L'indicateur VIX mesurant le niveau moyen de volatilité implicite des options du CBOE pour le marché des actions (S&P 500) est à nouveau sur ses plus bas niveaux historiques. À seulement 9.9%, ce niveau de volatilité a en effet atteint un nouveau point extrême en octobre en glissant en-dessous du niveau atteint en 2007, juste avant que la crise financière ne prenne forme. Le graphique ci-dessous suggère qu'à l'exception de quelques périodes d'inquiétude majeure et de crises pendant lesquelles la volatilité implicite dépasse 30% comme en 2008, 2010, 2011 et 2015, la plupart du temps, cette mesure oscille entre 10 et 25%.

#### **Indice de volatilité VIX (S&P500)**



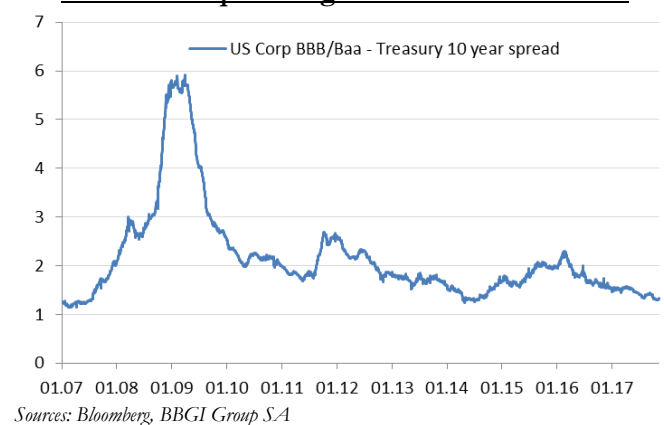
On peut donc estimer que différents régimes de volatilité ou d'appréciation des risques peuvent se succéder, selon les perspectives des investisseurs et leur appréciation des risques de correction de valeur ou de crash (régime de forte volatilité ou de faible volatilité). On observe aujourd'hui que le régime de volatilité – ou en d'autres termes, la perception des risques – est un régime de risque faible en 2017, mais qu'à 9.9% il est non seulement extrême en comparaison historique, mais aussi à l'intérieur même des bandes de fluctuation d'un régime de faible volatilité.

### **La contraction de la prime de risque des taux d'intérêt révèle une complaisance irrationnelle**

Aux Etats-Unis, la normalisation de la politique monétaire suit son cours et les excellents résultats économiques ont aussi provoqué un début de normalisation des taux d'intérêt à long terme. Les

investisseurs sont désormais conscients que la croissance en 2017 pourrait bien s'affirmer encore un peu plus en fin d'année. Elle pourrait atteindre un rythme soutenu proche de 3% pour le troisième trimestre consécutif. Les perspectives inflationnistes suggèrent aussi un certain réalisme des investisseurs qui s'attendent à une relance de l'inflation au-delà de 2.5% à 3%. Et pourtant, les taux réels restent proches de zéro puisque la hausse des taux nominaux à dix ans s'est temporairement stabilisée à 2.5% depuis la première phase de normalisation du 2<sup>ème</sup> semestre 2016, qui avait été marquée par une progression des taux de 1.35% à 2.5% dans le sillage de l'élection présidentielle. On pourrait considérer que la perception du marché obligataire est relativement optimiste, dans ce contexte probable d'accélération conjoncturelle. Mais cette confiance apparaît de plus en plus extrême lorsque l'on observe l'évolution de la prime de risque. L'écart de rendement entre débiteurs BBB, juste à la limite de l'univers « investment grade », et le Trésor américain est en fait très faible. Sans être à un niveau extrême dans l'absolu, le graphique ci-dessous rappelle que cette prime de risque ne se situe qu'à 1.34%, ce qui est relativement bas en comparaison historique. C'est particulièrement inquiétant de constater qu'elle est aussi faible que celle qui prévalait avant l'éclatement de la crise des « subprime ».

#### **Prime de risque Obligations US BBB - Trésor**

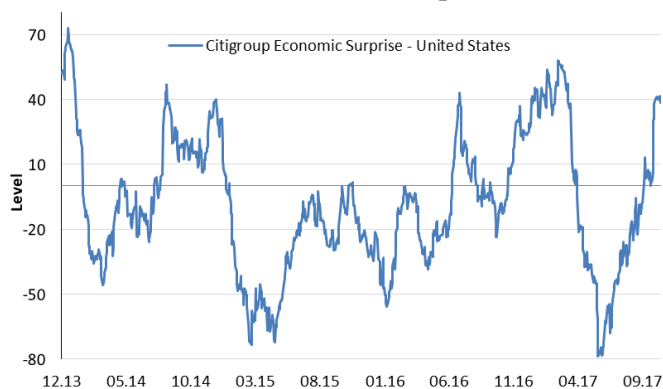


En 2007, lorsque nous attirions l'attention des investisseurs sur cette particularité, selon nous révélatrice d'un excès de confiance dangereux, nous soulignons clairement la fragilité de la situation des marchés financiers. Ces derniers nous semblaient caractérisés par un degré de complaisance extrêmement inquiétant. Aujourd'hui, la situation ne nous semble pas être très différente. La prime de risque s'est à nouveau réduite et témoigne, selon nous, du même degré de complaisance et d'insouciance qui prévalait avant l'éclatement de la crise financière. Une certaine exubérance irrationnelle est donc sans aucun doute en formation ; celle-ci suggère plus globalement que le sentiment général est encore peu sensible à l'appréciation des risques et encore moins à leur prise en considération par les investisseurs.

## Persistance de l'insensibilité aux risques politiques, géopolitiques et institutionnels

Ce sentiment général de confiance est largement soutenu par un flux de nouvelles positives sur le plan macroéconomique et par des résultats de sociétés souvent meilleurs qu'attendus. Mais il s'est aussi maintenu alors que des risques géopolitiques (Corée du Nord, Qatar, etc.), politiques (crise catalane en Europe, impasse des négociations du Brexit, élections allemandes) ou institutionnels (enquête du procureur Mueller sur l'implication russe dans la campagne présidentielle américaine) apparaissent. Ceci est particulièrement étonnant car, dans un autre contexte, cela aurait suffi à provoquer un retour des incertitudes et un changement d'attitude à l'égard de la perception des risques et des opportunités d'investissement. Il n'en a rien été et c'est aussi un élément permettant de souligner le niveau de confiance élevé des investisseurs en cette fin d'année 2017. Cet environnement pourrait bien entendu perdurer encore un temps, mais il annonce certainement un changement prochain dans l'appréciation des risques. S'il est toujours difficile de prévoir d'où pourraient surgir ces derniers, il est pourtant désormais grand temps de se préparer à l'éventualité d'une surprise susceptible de remettre en question les perspectives actuelles et de provoquer une nouvelle phase d'incertitude, synonyme de retour de la volatilité dans les marchés financiers. Sur le plan économique, la dynamique positive a soutenu un retour d'anticipations peut-être trop optimistes.

### Indicateur de surprises économiques Etats-Unis



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'indicateur de surprises économiques est à nouveau assez élevé, ce qui pourrait suggérer une correction cyclique et une résurgence des incertitudes. Cette semaine, la réforme fiscale tant annoncée par Donald Trump a finalement été présentée un peu plus en détail qu'en avril. Nous estimons qu'une déception sur le contenu et les modalités d'application des réformes fiscales spécifiques pourrait constituer l'un des éléments déclencheurs de ce changement prochain des anticipations.

### Un échec de la réforme ferait chuter Wall Street

Le 2 novembre 2017, la réforme fiscale promise depuis un an par Donald Trump a finalement été présentée par le Comité de la Chambre des représentants. Il aura fallu attendre un an presque jour pour jour après l'élection de Donald Trump pour enfin prendre connaissance de ce qu'il considère comme la plus ambitieuse réforme fiscale de l'histoire. Cette réforme avait été l'un des facteurs importants de soutien du marché actions dès le lendemain de l'élection. La baisse de la fiscalité des entreprises devait avoir un impact significatif sur leurs résultats et sur la croissance des profits. Le marché des actions a gagné près de +25% depuis cette date grâce à la bonne tenue de l'économie américaine, mais aussi en raison des effets attendus de cette réforme. On évoque pour l'instant un impact de l'ordre de 150 milliards de dollars sur les bénéfices des sociétés qui pourrait correspondre à un cash-flow additionnel d'environ 10%. Mais est-ce une véritable surprise ? Depuis douze mois, les investisseurs tenaient très certainement pour acquis le fait qu'une réforme fiscale interviendrait en 2017 et qu'elle passerait sans encombre l'examen des votes du Sénat et de la Chambre des représentants, tenus par les républicains. L'incertitude qui subsistait probablement tenait plus à l'ampleur des baisses d'impôt et aux modalités d'application que dans l'adoption ou non de cette réforme. L'annonce du plan de réforme n'a pas encore suscité de nouvel enthousiasme ou de déception particulière, mais une réaction ne devrait pas tarder à se concrétiser selon nous. Ceci, en particulier lorsque les négociations interviendront autour des amendements qui ne manqueront pas d'être demandés tant par les démocrates que par les républicains. Un report dans le temps de l'adoption de cette réforme tant attendue pourrait bien faire plonger Wall Street.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

**Information importante :** Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

**BBGI Group**  
Rue Sigismund Thalberg no 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch