

L'ECONOMIE POUR TOUS

SG Etudes Economiques et Sectorielles

Marchés boursiers : exubérance rationnelle ?

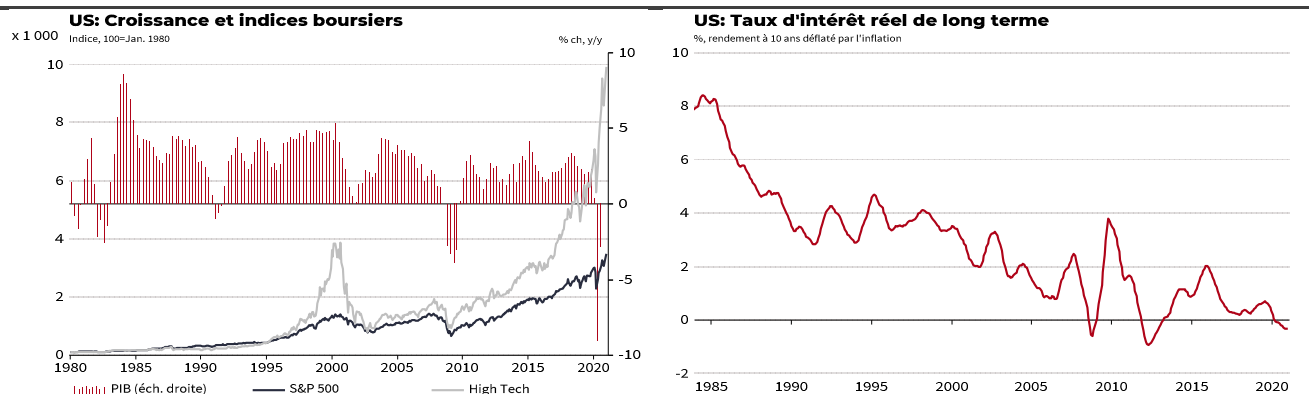
Marie-Hélène Duprat

Conseillère auprès du Chef économiste

Robert Shiller, prix Nobel 2013 d'Économie, a récemment créé l'indicateur « Excess CAPE yield » ou ECY, qui donne du crédit à l'hypothèse selon laquelle, dans l'environnement de taux d'intérêt ultra-bas d'aujourd'hui, les marchés actions ne fonctionnent pas dans un régime de bulle. Mais la persistance de taux bas ouvre la voie à l'accumulation de vulnérabilités financières.

C'est peu dire que l'exubérance s'est emparée des marchés actions. Wall Street, en particulier, n'en finit plus d'aligner les records, tandis que le prix des obligations (qui varie inversement au niveau des taux d'intérêt), notamment des obligations d'État, a atteint des sommets, les taux d'intérêt restant à des niveaux historiquement bas. Dans le même temps, l'économie a rechuté avec la deuxième vague de COVID-19, la qualité du crédit se détériore et les faillites pourraient exploser et le chômage augmenter une fois les filets de sécurité retirés. La déconnexion entre les marchés financiers et l'économie réelle est aujourd'hui spectaculaire.

Le grand découplage



Source: Refinitiv.

Cette exubérance n'est pas nécessairement irrationnelle

Assiste-t-on aujourd'hui à une bulle spéculative sur les marchés financiers, les marchés actions américains en particulier, vouée, tôt ou tard, à l'éclatement ? C'est le 5 décembre 1996 qu'Alan Greenspan, le président de la Réserve fédérale américaine, évoquait pour la première fois la notion d'« exubérance irrationnelle » alors qu'il suspectait le développement d'une bulle spéculative sur les marchés actions aux États-Unis. En 2000, le livre de Robert Shiller – prix Nobel d'économie en 2013 avec Eugene Fama et Lars Peter Hansen pour leurs travaux empiriques sur l'évaluation des actifs –, intitulé justement, « Exubérance irrationnelle », décrivait à travers un siècle d'histoire financière, les facteurs à l'origine d'une bulle financière ou immobilière. Pour Shiller, l'exubérance irrationnelle des investisseurs, victimes de biais psychologiques (surconfiance, comportements grégaires, effets de mode, etc.), est le ressort d'une bulle spéculative.

Shiller est célèbre pour avoir prédit la crise boursière de 2000 et la crise immobilière de 2007.

Pour évaluer si une action est sous-évaluée ou surévaluée, il a conçu le ratio CAPE (pour « Cyclically Adjusted Price-Earnings ») qui représente le rapport entre le prix réel d'une action (ajusté en fonction de l'inflation) et la moyenne des bénéfices réels par action sur les 10 années précédentes. Aujourd'hui, ce ratio affiche pour le marché américain des valeurs supérieures à celles enregistrées à la veille du krach boursier de 1929.

Pourtant, **Shiller et al¹ estiment que les valorisations boursières actuelles ne sont pas déraisonnables** et ce, pour deux raisons principales : les effets de composition des indices boursiers ; le niveau très bas des taux d'intérêt. Le poids considérable dans les indices boursiers américains d'une poignée d'entreprises superstars, dont les GAFAM (représentant plus de 40 % du Nasdaq et près de 25 % du S&P 500) qui engrangent des bénéfiques records grâce au formidable coup d'accélérateur donné par la pandémie à la transition numérique, explique largement le niveau historiquement élevé du ratio CAPE américain. Dans les autres régions développées, dont les Bourses sont moins dépendantes de la « Big-Tech », les ratios CAPE sont revenus à leurs niveaux d'avant-pandémie (Europe, Japon) ou sont restés bien en dessous (Royaume Uni).

Les taux ultra-bas sont un puissant soutien aux marchés actions ...

Pour Shiller et al, le niveau inhabituellement bas des taux d'intérêt est l'autre justification aux valorisations élevées des actions, les flux futurs de leurs dividendes étant aujourd'hui actualisés à un taux d'intérêt plus faible. Pour le montrer, ces auteurs ont créé l'indicateur EY (pour « Excess CAPE Yield »), calculé en inversant le ratio CAPE pour obtenir un rendement et en soustrayant ensuite le taux d'intérêt réel à dix ans. Cet indicateur montre qu'aujourd'hui, malgré des ratios CAPE élevés, les taux ultra-bas rendent les actions plus attractives que les obligations. L'enthousiasme pour les actions peut donc, à ce stade, s'expliquer rationnellement.

... et le ferment de la prochaine crise financière ?

L'exubérance, fût-elle rationnelle, ne doit cependant pas conduire à ignorer l'**accumulation de vulnérabilités financières nées d'une période prolongée de taux ultra-bas**. Un environnement de taux bas encourage le recours à l'effet de levier de la dette, incite certains investisseurs en quête de rendement à prendre des risques excessifs et contribue à une érosion des normes de crédit et à une hausse potentiellement insoutenable des prix des actifs, y compris immobiliers. En cela, il est source de distorsions et de risques pour la stabilité financière.

La pandémie a considérablement amplifié les risques auxquels l'économie mondiale est confrontée (explosion de l'endettement des États et des entreprises, essor de la finance à effet de levier, poussée du chômage et des inégalités, polarisation du système politique et de l'électorat, etc.). Même la rationalité de l'exubérance des marchés n'en garantit pas sa durabilité.

¹ Robert J. Shiller, Laurence Black, Farouk Jivraj (2020), « Making Sense of Sky-High Stock Prices », November 30.

Contacts

Michala MARCUSSEN

Chef économiste Groupe
+33 1 42 13 00 34
michala.marcussen@socgen.com

Olivier de BOYSSON

Chef économiste Pays Émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Marie-Hélène DUPRAT

Conseillère auprès du chef économiste
+33 1 42 14 16 04
marie-helene.duprat@socgen.com

Ariel EMIRIAN

Analyse macroéconomique
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

François LETONDU

Analyse macrosectorielle et macrofinancière
+33 1 57 29 18 43
francois.letondu@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

Europe Centrale et Orientale
+33 1 58 98 98 69
constance.boublil-groh@socgen.com

Olivier DENAGISCARDE

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 74 22
olivier.denagiscarde@socgen.com

Juan Carlos DIAZ MENDOZA

Amériques
+33 1 57 29 61 77
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

Clément GILLET

Afrique
+33 1 42 14 31 43
clement.gillet@socgen.com

Erwan JAIN

Macro-sector analysis
+33 1 58 98 05 35
erwan.jain@socgen.com

Alan LEMANGNEN

Zone Euro, France, Allemagne
+33 1 42 14 72 88
alan.lemangnen@socgen.com

Simon RAY

Analyse macrofinancière ; Royaume-Uni
+33 1 4213 70 80
simon.ray@socgen.com

Valérie RIZK

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 82 85
valerie.rizk@socgen.com

Gabriel Roux

Economiste, Edition
+33 1 58 98 21 76
gabriel.roux@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

Europe de l'ouest
+33 1 57 29 63 99
danielle.schweisguth@socgen.com

Edgardo TORIJA ZANE

Prévisions économiques mondiales
Moyen-Orient, Turquie et Asie Centrale
+33 1 42 14 92 87
edgardo.torija-zane@socgen.com

Bei XU

Asie
+33 1 58 98 23 14
bei.xu@socgen.com

Yolande NARJOU

Assistante
+33 1 42 14 83 29
yolande.narjou@socgen.com

DISCLAIMER

La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif, et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.

Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation d'une offre en vue de souscrire, d'acheter, de vendre un produit ou d'exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale S.A. ou de l'une de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Si un client de détail ou professionnel, ou une contrepartie éligible obtient cette publication, il ne doit fonder aucune de ses décisions d'investissement uniquement sur cette publication et doit s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence de l'information tirée de sources externes n'est pas garantie, même si elle provient de sources raisonnablement jugées fiables. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale S.A. n'assume aucune responsabilité à cet égard. Les informations économiques contenues dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et qui peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »), Société Générale S.A. est aussi agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle anglaise) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des détails sur l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority, ainsi que la réglementation applicable par la Financial Conduct Authority sont disponibles sur demande.

Avis aux investisseurs américains : Ce document est émis par des analystes économiques de Société Générale non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques sont uniquement à destination des investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Toute U.S. Persons souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. SG Americas Securities LLC a son siège social au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : Ce document est préparé et destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes au sein de votre juridiction locale).

La présente publication ne saurait en aucune façon être reproduite (en tout ou partie) ou même transmise à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de Société Générale S.A.

© 2018