

La bulle Tech, 20 ans après

Les valeurs technologiques rentrent dans une zone de surchauffe. La disruption a un prix et l'excès de domination attise le retour du contrôle politique

Le secteur des technologies a été le grand gagnant de la période post crise financière dominée par trois facteurs : sur-activisme des banques centrales (QE, taux zéro), faible croissance économique, aversion pour le risque. L'appréciation est de plus de 500% depuis mars 2009 (22% annualisé, contre 17% pour le S&P500). Cette surperformance a été exceptionnelle en 2017, avec +39% pour la Tech (dont +59% pour les FANG i.e. Facebook, Amazon, Netflix, Google) contre +18% pour le S&P500 hors Tech. Le niveau actuel du S&P500 qui est de 2600 serait de 2000 hors sociétés de technologie. La bulle technologique est largement concentrée dans le e-commerce (+1310% depuis mars 2009, soit 33.5% annualisé.). Cela constitue **la 3^{ème} bulle financière depuis 40 ans**, derrière la bulle TMT de 2000 et celle des *subprimes* de 2007. En capitalisation boursière, le secteur de la Tech US représente USD 6.5 trillions, contre une capitalisation totale de la zone euro de 5 trillions (la valeur des 8 sociétés regroupées sous l'acronyme des FAAMG+BAT, c'est-à-dire Facebook, Amazon, Apple, Microsoft, Google + Baidu, Alibaba, Tencent). Enfin, de manière anecdotique, la capitalisation de Facebook (25'000 employés) dépasse celle de l'Inde (1.3Md d'habitants).

La performance boursière des valeurs technologiques est exceptionnelle, tant pour des raisons macro-financières que micro : les disruptions économiques et sociales sont majeures et durables. Toutefois, **l'hyper-dominance des leaders technologiques** les rend vulnérables à une augmentation de la réglementation et de la fiscalité, en particulier dans le contexte politique et budgétaire actuel (populisme, inégalités maximales, dettes publiques record). La tech est un secteur riche en liquidités (près de USD 800Md off-shore), très international (près de 60% des revenus hors US), peu taxé (taux d'imposition effectif de 16.9% vs. 19.3% pour le S&P500) et très peu régulé. **Le risque politique pourrait être le grain de sable**. L'audition de Mark Zuckerberg devant le Congrès a sans doute marqué une rupture avec un cycle inévitable de régulation, à l'image d'autres secteurs dans le passé (tabac : 1992, finance : 2010, biotech : 2015). Ces inflexions politiques et réglementaires ont à chaque fois conduit à une sous-performance marquée.

Le caractère systémique de la bulle tech est évident: les FANG ont contribué à près de 20% de la performance du marché américain depuis cinq ans (un quart en 2017). Ces quatre jeunes sociétés représentaient 9.3% du S&P500 fin 2017 contre 3.5% fin 2012. **Ce nouveau paradigme va se heurter à la valorisation** (P/E des FANG de 150x) et au poids de la tech (24% du poids des bénéficiaires attendus du S&P500, un poids équivalent au secteur TMT en 2000). Les épisodes récents de remontée des taux d'intérêt et d'inflation ont déclenché des phases de correction boursière des valeurs technologiques, non pas pour des raisons fondamentales, mais davantage pour des motifs de rotation de portefeuilles. Comme en 2000, personne n'ose encore passer long Energie / short Tech, c'est-à-dire vendre le secteur le plus adoré et acheter le secteur le plus détesté. C'est seulement une question de temps.

Emmanuel Ferry
Banque Pâris Bertrand Sturdza
Directeur des Investissements
+41/22/316.02.16
emmanuel.ferry@bkpbs.com



**BANQUE
PÂRIS BERTRAND STURDZA**

Suisse

Banque Pâris Bertrand Sturdza S.A.

19, rue de Candolle

PO-Box 340

CH-1211 Genève 12

Tél.: +41 (0) 22 316 02 00

Luxembourg

Pâris Bertrand Sturdza (Europe) S.A.

41, Avenue de la Liberté

L-1931 Luxembourg

Tél.: +352 20 60 01 42

www.bkpbs.com

Disclaimer

This material has been prepared by Banque Pâris Bertrand Sturdza S.A., Geneva, Switzerland, hereafter referred to as PBS. This material is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. It has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any recipient. It is published solely for information purposes and is not to be construed as a solicitation or related financial instruments or an offer to buy or sell any securities.

This document is not intended for persons who are citizens of, domiciled or resident in, or entities registered in a country or a jurisdiction in which its distribution, publication, provision or use would violate current laws and regulations.

These materials contain confidential information and should not be circulated or disclosed to any person other than the original recipient. Any unauthorized copying, disclosures or distribution of these materials is strictly prohibited.

No representation or warranty, either express or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained herein, nor is intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the materials. It should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgment. Any opinions expressed in this material are subject to change without notice or be contrary to opinions expressed by other business areas or entities then, as a result of using different assumptions and criteria, PBS, is under no obligation to update or keep current the information contained herein. PBS, its directors, officers and employees' or clients may have or have had interests or long or short positions in the securities or other financial instruments referred to herein and may at any time make purchases and/or sales in them as principal agent. PBS, may act or have acted as a market-maker in the securities or other financial instruments discussed in this material.

Neither PBS, nor any of its directors, employees, or agents accepts any liability for any loss or damage arising out of the use of all or part of this material.

The potential investments described in this material are not suitable for all investors and their purchase and holding involves substantial risks. Potential investors should be familiar with instruments having the characteristics of such investments and should fully understand the terms and conditions set out in this documentation relating to them and the nature and extent of their exposure to risk of loss. Prior to entering into a transaction you should consult with your legal, regulatory, tax financial and accounting advisers to the extent you deem necessary to make your own investment, hedging and trading decisions.

Any transaction between you and PBS, will be subject to the detailed provisions of the term sheet, confirmation or electronic matching systems relating to that transaction. In addition, potential investors must determine, based on their own independent review and such legal, business, tax and other advice as they deem appropriate under the circumstances, that the acquisition of such investments (i) is fully consistent with their financial needs, objectives and conditions, (ii) complies and is fully consistent with all constituents documents, investments policies, guidelines, authorizations and restrictions (including as to its capacity) applicable to them, (iii) has been duly approved in accordance with all applicable laws and procedures and (iv) is a fit, proper and suitable instrument for them.

Past performance is not necessarily indicative of future results. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related instrument mentioned in this presentation.