

18 décembre 2017

# L'ÉTAT DU MARCHÉ

Information la plus récente sur les marchés par l'équipe de Richardson GMP



## L'anatomie d'une bulle

Craig Basinger, Chris Kerlow, Derek Benedet, Shane Obata

**Les bulles des marchés boursiers ne sont pas le fruit du hasard. Elles sont solidement ancrées dans la réalité, mais une réalité faussée par un vice de raisonnement. – George Soros**

À la suite de la montée rapide du prix du bitcoin et d'autres cryptomonnaies, le sujet des bulles a refait surface. La seule chose qui a grimpé plus rapidement que le bitcoin, ce sont les recherches sur le « bitcoin » dans Google. Sans nous prononcer sur le prochain mouvement du bitcoin, à la hausse ou à la baisse, nous avons pensé qu'il pouvait être utile de jeter un coup d'oeil aux bulles précédentes. Cette « anatomie d'une bulle » se penche sur les principales conditions qui favorisent la formation des bulles, comment elles grossissent, quelles sont les étapes et, évidemment, comment elles finissent inévitablement par éclater. On peut trouver de nombreuses similarités entre les bulles, bien qu'il y ait aussi des différences. Cela nous amène à nous demander à quel genre de bulle nous avons affaire dans le cas du bitcoin.

Le lauréat d'un prix Nobel et auteur de l'ouvrage *Irrational Exuberance*, Robert Shiller, définit une bulle comme « une situation où les nouvelles sur l'augmentation des prix provoquent l'enthousiasme des investisseurs, qui se propage d'une personne à l'autre par un effet de contagion psychologique et qui, dans le processus, amplifie les nouvelles pouvant justifier les hausses de prix et rallie un nombre toujours plus grand d'investisseurs... malgré les doutes sur la valeur réelle d'un placement ». L'hypothèse d'une boucle de rétroaction positive aide certainement à expliquer comment les prix finissent par atteindre des niveaux exubérants. Les boucles de rétroaction et d'autres distorsions comportementales sont des éléments essentiels de chacune des bulles qui ont jalonné l'histoire, et cela montre jusqu'où les choses peuvent aller.

### Feuille de route pour la création d'une bulle

Nous avons pensé fournir une feuille de route générale afin d'aider les investisseurs à comprendre comment les bulles se forment. M. Jean-Paul Rodrigue Ph. D., de la Hofstra University, a conçu le graphique 1 qui reproduit d'une manière claire et nette les différentes étapes ainsi que la trajectoire d'une bulle. Même si toutes les bulles ne suivent pas exactement cette trajectoire, le graphique illustre les nombreuses similarités observées entre les différentes bulles au cours des derniers

### Derniers rapports

L'importance du pourquoi

Profiter des écarts de conduite des investisseurs

Alpha recherché

Cycle du marché : profitons du bon temps

Éviter les distorsions comportementales

Les chefs des finances délient les cordons de la bourse

Gestion active et passive

Quand acheter sur une recommandation de vente

Un moment privilégié

Graphique 1



Source: Dr. Jean-Paul Rodrigue Dept. of Global Studies & Geography Hofstra University

siècles. Il montre bien comment la connaissance d'une bulle se répand entre les différentes catégories d'investisseurs dans le temps, partant d'une poignée d'avant-gardistes pour se propager aux investisseurs avisés, puis aux investisseurs en général et finalement à peu près tout le monde. D'ailleurs, si votre chauffeur Uber vous a parlé de bitcoins, peut-être pouvez-vous deviner où nous nous trouvons sur la courbe.

### Caractéristiques communes des bulles

Bien que la feuille de route donne une bonne idée générale de la trajectoire d'une bulle, d'autres aspects alimentent également sa formation et ultimement son éclatement. Nous avons dressé ci-dessous la liste de certaines caractéristiques communes, qui peuvent nous aider à comparer la bulle actuelle aux bulles antérieures. L'histoire ne se répète pas, mais souvent elle rime.

**Argent facile** – L'abondance du crédit et sa grande accessibilité ont été évidentes dans la plupart des bulles qui ont été observées jusqu'ici. Cela contribue à faire gonfler le prix des actifs et l'effet peut se propager à d'autres actifs, même ceux qui n'ont qu'un lointain rapport avec l'actif à l'origine de la première bulle.

**Effet de levier** – Cela varie d'une bulle à l'autre, mais souvent des produits dérivés ou d'autres leviers financiers sont utilisés pour augmenter l'exposition à l'actif qui a engendré la bulle.

**Réglementation accrue** – Beaucoup de bulles ont été alimentées par une réglementation pleine de bonnes intentions, mais qui n'a pas produit les effets escomptés.

**Technologie nouvelle ou perturbatrice** – Les bulles sont souvent causées par un changement technologique ou économique qui provoque une véritable rupture. Ces bulles sont souvent celles dont l'effet économique est le plus durable.

**Décalage prolongé entre la demande et l'offre** – Beaucoup de bulles sont alimentées par une accélération de la demande à laquelle l'offre tarde à réagir.

**Phénomène mondial** – Même les bulles qui ont pris naissance dans des endroits isolés se propagent souvent à l'ensemble du globe. Cela s'observe surtout à l'étape de la déflation lorsque les risques sont mieux compris.

**Spéculation répandue** – Lorsque le public en général prend part au mouvement, la boucle de rétroaction est surmultipliée.

Le tableau suivant présente un historique des principales bulles, avec les caractéristiques et une brève description de chacune.

Bulle	Argent facile	Effet de levier	Réglementation accrue	Technologie perturbatrice	Décalage entre l'offre et la demande	Phénomène mondial	Spéculation répandue	Détails
<b>Bulle de la South Seas début des années 1700</b>								<p>L'Angleterre a accordé à une société le monopole des droits de commerce pour l'Amérique du Sud et les Indes en échange d'une Bulle provoquée exclusivement par l'exaltation des investisseurs face aux perspectives</p> <p>La fin des hostilités, la période de paix et les faibles taux d'intérêt ont joué un rôle</p> <p>La fraude était répandue, les promoteurs cherchant à profiter de la manne, et les nouvelles entreprises se multipliaient</p> <p>L'achat sur marge était répandu et le public en général a joint le mouvement</p> <p>Les piètres revenus du commerce, le retour à la réalité et les données fondamentales ont provoqué l'éclatement de la bulle</p>
<b>Tulipomanie Années 1630</b>								<p>Même si les tulipes étaient quelque chose de nouveau dans la région, il ne s'agissait clairement pas d'une technologie perturbatrice</p> <p>Une variété est passée de 1 000 \$ à 20 000 \$ en un mois</p> <p>Théorie du plus idiot – peu de gens avaient l'intention d'utiliser les bulbes de tulipe, ils cherchaient simplement à acheter et à vendre plus cher</p> <p>L'effet de levier et les options étaient répandus</p> <p>Pas seulement les riches, mais la population en général investissait</p> <p>La réaction de l'offre aux prix ridicules a fait éclater la bulle des tulipes</p> <p>Puis l'effet de levier a accéléré le déclin</p>
<b>Railway Mania Année 1840</b>								<p>Une bulle s'est formée en réaction à une nouvelle technologie perturbatrice, notamment les rails en fer et les meilleures locomotives</p> <p>Les faibles taux et l'abrogation de la réglementation qui avait suivi la bulle de la South Sea ont été les facteurs déclencheurs</p> <p>Le boom économique et la croissance industrielle ont alimenté la bulle</p> <p>Les sociétés de chemin de fer faisaient une promotion très assidue et l'achat sur emprunt s'est répandu</p> <p>La hausse des taux a contribué à faire éclater la bulle</p>
<b>Années folles Années 1920</b>								<p>Boum économique sans précédent après la Première Guerre mondiale</p> <p>Automobile, radio, transport aérien</p> <p>Achats sur marge très répandus pour s'enrichir rapidement, avec succès pour plusieurs (temporairement)</p> <p>Krachs provoqués par le relèvement des taux d'intérêt par la Fed pour ralentir l'économie</p> <p>L'effondrement a emporté les investisseurs et les banques (qui avaient placé des dépôts sur le marché)</p>
<b>Crise des sociétés point-com 1990s</b>								<p>L'avènement de l'Internet changeait notre façon de communiquer</p> <p>De simples idées parvenaient à mobiliser des millions de dollars et la plupart des projets prévoyaient des pertes importantes sur plusieurs années</p> <p>Cette bulle était répandue et mondiale et elle s'est propagée à d'autres secteurs (télécommunications, médias)</p> <p>Les mesures de répression réglementaire à l'encontre des sociétés monopolistiques fondamentales ont mis fin à la bulle et la hausse des taux d'intérêt devant l'absence de perspectives du côté des données</p>
<b>Bulle immobilière 2005-2007</b>								<p>Les taux bas et la réglementation favorisant l'accès à la propriété ont été des éléments clés</p> <p>L'innovation financière (TGC) a contribué à augmenter considérablement la disponibilité du crédit, le nombre d'acheteurs et la demande</p> <p>Le crédit conjugué à la conviction que les prix des maisons ne pouvaient pas baisser a attiré de nombreuses personnes dans la bulle</p> <p>La bulle a éclaté quand les prix ont arrêté de monter, et alors le refinancement des prêts à risque élevé est devenu impossible ce qui a provoqué</p>
<b>Bulle des produits de base 2001-2011</b>								<p>L'industrialisation rapide a créé une période prolongée d'augmentation de la demande de produits de base</p> <p>L'offre dans ces secteurs réagit lentement, ce qui a créé un décalage entre l'offre et la demande</p> <p>Des projets qui n'étaient viables qu'à des prix élevés ont démarré</p> <p>La demande a ralenti et l'offre avait comblé l'écart à partir de 2011</p> <p>Les entreprises à risque qui avaient semblé prometteuses sont devenues non rentables</p>

## Bitcoin

Compte tenu de la poussée du bitcoin, qui est passé de moins de 500 \$ au début de 2017 à 19 217 \$ aujourd'hui, la plupart conviendront que nous avons affaire ici à une bulle en formation. Passons en revue les principales caractéristiques d'une bulle en faisant le lien avec le bitcoin :

**Argent facile** – Le monde regorge en ce moment de crédit facilement accessible grâce à la détente quantitative sans précédent et aux taux qui sont restés au plus bas pendant une période prolongée.

**Effet de levier** – Ce facteur n'est sans doute pas très significatif en ce moment. La plupart des achats sont en effet payés comptant, les marchés étant très peu réglementés et les sociétés financières commençant à peine à s'intéresser aux bitcoins. Par contre, avec les opérations à terme, cela pourrait changer.

**Réglementation accrue** – Oui, mais pas comme vous l'auriez imaginé. La demande de bitcoins par les pays qui appliquent des contrôles stricts sur le capital est élevée. En conséquence, dans ces pays, les mieux nantis se servent des bitcoins pour déplacer leur capital et éviter les contrôles. La réglementation pour contrôler le capital dans d'autres pays accentue la demande de bitcoins.

**Technologie perturbatrice** – La base de données distribuée de la chaîne de blocs est perturbatrice. Par contre, les cryptomonnaies comme le bitcoin ne menacent pas les autres monnaies pour l'instant. Un actif qui s'apprécie de 40 fois en un an ne peut pas être comparé à l'euro ou au dollar américain, mais doit plutôt être considéré comme un actif numérique spéculatif. Les cryptomonnaies sont cependant une technologie perturbatrice pour l'activité criminelle dans la mesure où elle facilite le transfert d'argent avec un risque minime de détection. En fait, les criminels ont probablement largement profité de la montée du bitcoin.

**Décalage entre l'offre et la demande** – La création de nouveaux bitcoins est déterminée par les calculs de plus en plus complexes qui doivent être effectués pour produire un nouveau bitcoin. Ce « minage », comme on l'appelle, sert à sécuriser les transactions, mais il est aussi passablement artificiel. Branchez l'ordinateur pour qu'il effectue des calculs et vous obtenez un bitcoin. Les mines sont aujourd'hui devenues des entrepôts remplis d'ordinateurs dont la principale variable est le coût de l'électricité. On estime que 60 % du minage s'effectue en Chine grâce à son électricité bon marché produite au charbon. Aussi, le bitcoin pourrait accélérer le réchauffement de la planète, puisque 0,1 % de la demande mondiale d'électricité vient désormais des mines de bitcoins. Cette utilisation équivaut à celle de trois millions de foyers américains.

**Phénomène mondial** – De toute évidence, le phénomène est devenu mondial depuis déjà un certain temps. Les recherches sur Google ont explosé et elles viennent de partout dans le monde.

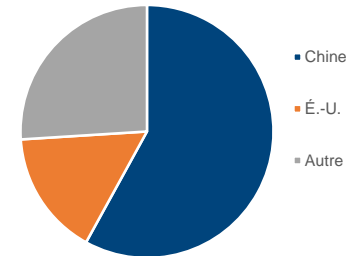
**Spéculation répandue** – C'est certainement déjà commencé. Les annonces éclair sur Internet, la multiplication des entreprises en démarrage, le sujet de l'heure des réceptions du temps des Fêtes... tout est là.

## Et maintenant

Si on revient au graphique 1, où pourrions-nous nous trouver? La première liquidation/trappe baissière est vraisemblablement survenue au moment de la poussée et du rajustement de 2013. L'attention des médias a commencé à s'effriter et probablement aussi l'enthousiasme. Étant donné l'appréciation rapide récente, nous dirions que nous nous trouvons quelque part entre l'« enthousiasme » et le « nouveau paradigme ». La question est de savoir où et jusqu'où il faut aller.

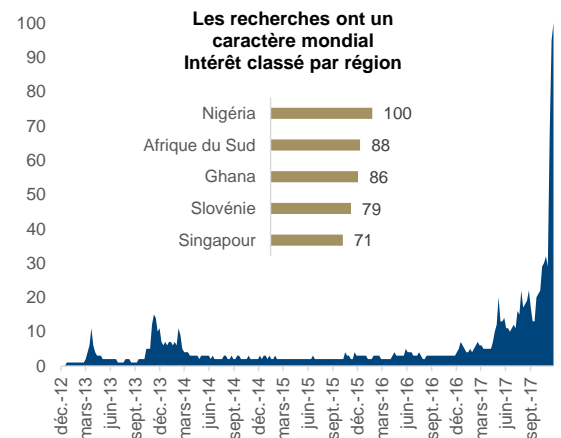
La seule réserve pour l'instant, c'est que cette bulle n'égale en rien les autres en termes de taille. C'est une bonne chose, puisque si elle devait éclater, les dommages économiques ne seraient pas aussi importants. Rappelons que même les tulipes ont un jour causé une brève dépression.

Minage de bitcoins



Source : Cambridge University

Les recherches Google sur le bitcoin atteignent des sommets inégalés



---

***Les graphiques ont été fournis par Bloomberg, à moins d'indication contraire.***

Cette publication est fournie à titre d'information générale et ne constitue pas une offre ou une sollicitation pour la vente ou l'achat des titres mentionnés aux présentes. Le rendement passé pourrait ne pas se répéter. Malgré tous les efforts pour produire ce rapport à partir d'information obtenue auprès de sources jugées dignes de foi, nous ne pouvons pas garantir que cette information est exacte ou complète. Avant de prendre une décision sur la base de cette information, veuillez obtenir des conseils financiers individuels qui tiennent compte de votre situation personnelle. Ni l'auteur ni Richardson GMP Limitée ne font aucune représentation ou ne fournissent aucune garantie, expresse ou implicite, relativement à cette information et n'assument aucune responsabilité pour les erreurs ou les omissions qu'elle pourrait contenir ou pour toute perte que l'utilisation de ce rapport ou de son contenu pourrait entraîner. Richardson GMP Limitée est membre du Fonds canadien de protection des épargnants. Richardson est une marque de commerce de James Richardson & Fils, Limitée. GMP est une marque de commerce déposée de GMP Valeurs Mobilières S.E.C. Les deux marques sont utilisées sous licence par Richardson GMP Limitée.