

Commentaires trimestriels sur l'économie et le marché 30 juin 2022

Le trimestre dernier, nous avons présenté les deux règles d'investissement mises de l'avant par Howard Marks, car nous supposons que le cycle économique et boursier qui s'est amorcé en 2009, et particulièrement après 2011, a peut-être pris fin. Trois mois plus tard, l'idée voulant que l'ancien cycle soit révolu est encore plus attrayante, et nous nous tournons vers un autre analyste légendaire, Bob Farrell, qui a œuvré près de 45 ans dans le secteur des placements après s'être joint à Merrill Lynch en 1957. Parmi ses 10 règles, nous retiendrons les suivantes : (1) Il n'y a pas de nouvelles ères – les excès ne sont jamais permanents; (2) À terme, les marchés tendent à rejoindre leur moyenne historique; (3) Les excès à la hausse sont compensés par les excès à la baisse, et vice versa; (4) Les marchés qui connaissent une hausse ou une baisse exponentielle rapide vont généralement plus loin qu'on ne le pense, mais ils ne se corrigent pas en allant de côté; (5) Le public achète plus souvent au sommet et vend plus souvent au creux; (6) La peur et la cupidité sont plus fortes que la résolution à long terme.

Il y a plusieurs raisons de croire que l'ancien cycle économique et boursier est terminé. La première raison concerne l'ampleur du recul des marchés lors de la première moitié de 2022, que Ned Davis Research a qualifiée de « cauchemar des investisseurs ». L'indice des obligations du Trésor américain de 10 ans a connu son pire premier semestre depuis 1788, soit peu avant que Washington ne devienne président! Le S&P 500 a connu son pire premier semestre depuis 1970, et seule une reprise lors du dernier mois l'a empêché d'obtenir son pire rendement depuis 1932. En dollars constants (c.-à-d. après l'inflation), le rendement du S&P 500 a été le pire depuis 1872. En juin, seuls deux des 38 actifs non liquides étaient en territoire positif, soit autant que lors de la panique pandémique de mars 2020. Depuis le début de l'année, quatre des actifs suivis sont dans le vert, comparativement à sept pour l'ensemble de 2008. Il s'agissait seulement de la 4^e fois au cours des 100 dernières années que les actions et les obligations étaient tous deux en baisse pendant deux trimestres d'affilée. Il n'est arrivé qu'une seule fois – en 1931 – que les actions et les obligations ont tous deux chuté pendant trois trimestres consécutifs. Par conséquent, pour un portefeuille américain investi à 40 % dans des titres à revenu fixe et à 60 % dans des actions, il s'agissait du deuxième pire début d'année depuis 1900. L'argent liquide était roi en termes nominaux, mais après rajustement pour l'inflation, le rendement réel était négatif et à son plus faible depuis 1947. Le secteur de l'énergie a été le seul élément positif, bien qu'il ait lui aussi reculé en juin. Les autres produits de base n'ont pas eu autant de veine. Le recul actuel du marché immobilier a fait dégringoler les prix du bois d'œuvre de plus de 40 %, et les prix des métaux industriels ont chuté de 25 % au deuxième trimestre, de sorte qu'ils accusent un recul de 12 % par rapport à la fin du dernier exercice.

L'éclatement de la bulle des titres spéculatifs favoris constitue une deuxième raison de croire que l'ancien cycle est terminé. Les cryptomonnaies sont notoirement instables, comme en font foi les corrections de plus de 80 % que le Bitcoin a subies depuis sa création. La chute de 56 % au deuxième trimestre était tout de même la plus importante de son histoire, et l'Ethereum, la deuxième cryptomonnaie en importance, a perdu 67 % alors que la capitalisation boursière de 2 billions de \$ créée au cours des deux dernières années s'est évaporée. L'un des plus importants prêteurs de cryptomonnaies a suspendu les retraits, les entreprises axées sur les cryptomonnaies ont procédé à des mises à pied, et les cryptomonnaies stables, qui ont été conçues pour éviter la volatilité, se sont avérées instables. Les actions de Luna, la société mère de la populaire cryptomonnaie stable Terra,

ont plongé pour passer d'un sommet de 116 \$ le 6 avril à 0,008 \$ le 12 mai. Un indice des jetons non fongibles (NFT) qui a vu le jour le 20 mars 2021 a chuté de 90 % par rapport à son niveau record. Le volume des ventes sur OpenSea, le plus grand marché mondial des NFT, a ralenti de 75 % depuis mai. Un indice de ce qu'on appelle les « actions-mêmes », qui englobe des sociétés comme AMC Theaters et qui est passé d'environ 2 \$ au début de 2021 à près de 60 \$ en juin dernier, malgré une quasi-faillite, a baissé de 65 %. De même, les actions de l'ARK Innovation Fund, favori du secteur technologique dont les actifs sont passés en moins d'un an de 2 milliards de \$ à près de 28 milliards de \$ à son sommet de février 2021, ont chuté de 78 %. Enfin, les leaders du dernier cycle ont été sous-performants. Le Nasdaq Composite a connu une baisse de 29,5 % au premier semestre, son pire début d'année depuis qu'on a commencé à recueillir les données en 1972. L'indice FANG, qui comprend Apple, Amazon et les autres grandes sociétés technologiques, a diminué de 34 %. Par rapport aux actions de croissance américaines, les actions de valeur américaines ont connu leur meilleur rendement en plus de vingt ans.

Maintenant que nous commençons à songer à l'émergence d'un nouveau cycle, et comme le S&P 500 a connu son pire premier semestre en plus de 50 ans, le moment est peut-être venu de faire le bilan des cinq dernières décennies qui, en l'occurrence, correspondent à cinq cycles très distincts. En juin 1972, les investisseurs étaient optimistes. Les excès spéculatifs de ce qu'on appelle l'« ère go-go » de la fin des années 1960 ont été éliminés par une chute de 35 % du marché boursier américain qui s'est terminée à l'été 1970 avec la faillite de Penn Central Railway. Un assouplissement de la politique monétaire a entraîné la diminution du taux de rendement des bons du Trésor à 10 ans, qui est passé de 7,75 % à un creux de 3,25 %. On disait que la paix au Vietnam n'était plus qu'une question de temps, de sorte qu'un rapport sur la table ronde annuelle de fin d'année du journal Barron's indiquait qu'il n'y avait aucun pessimiste dans les rangs. Toutefois, s'il y a une chose que les investisseurs ont retenue du plus récent repli des marchés, c'est l'importance d'éviter les titres spéculatifs et de se concentrer sur la qualité. C'était l'« ère Nifty 50 » – l'idée selon laquelle la clé de la réussite consistait à acheter et à conserver les titres des meilleures sociétés, quel que soit le prix payé. La suite s'est déroulée bien différemment de ce que la table ronde avait prévu. L'OPEP a été mise sur pied et le prix du pétrole a grimpé, puis il y a eu un embargo pétrolier, une hausse de l'inflation, une hausse des taux d'intérêt, le Watergate et l'effondrement de la Franklin National Bank. « Ding Dong, Avon falling », titrait le Barron's alors que le cours des actions chutait, et tout particulièrement les actions du Nifty 50. Lorsque la poussière est retombée à la fin de 1974, le titre médian du ValueLine Index s'échangeait à moins de 5x le bénéfice et affichait un rendement de 7,4 %. Cela semblait être l'occasion de toute une vie et, en effet, le Dow Jones Industrial Average n'est plus jamais repassé sous la barre des 600. Toutefois, l'inflation s'était installée, et l'indice des prix à la consommation a atteint un pic de 14,7 % en 1980. Les taux d'intérêt ont grimpé suffisamment pour empêcher le cours des actions de s'envoler, mais pas assez pour empêcher les prix à la consommation d'augmenter. Le secteur des matières premières, particulièrement le pétrole et l'or, était celui qui offrait le meilleur rendement. En 1979, Paul Volcker a été nommé président de la Réserve fédérale et a reçu pour mandat de juguler l'inflation – ce qu'il a fait. Le taux préférentiel a atteint un niveau record de 21,5 %, et les bons du Trésor à dix ans ont atteint un sommet de 15,84 %. En août 1982, le Dow Jones Industrial Average a atteint son creux le plus bas à peu près au même niveau où il se trouvait plus de 20 ans auparavant, en 1961. Bon nombre des titres du Nifty 50 sont demeurés bien en-deçà de leurs sommets de 1973. Coca-Cola, par exemple, se transigeait à 48 fois le bénéfice à la fin de 1972, comparativement à 10 fois le bénéfice à la fin de 1979. Par conséquent, même si l'entreprise avait plus de liquidités que de dettes et produisait un rendement des capitaux propres de 20 %, le cours de ses actions a presque été réduit de moitié. En 1982, alors que les obligations offraient des rendements inédits et que les actions affichaient des valorisations qui n'avaient plus été observées depuis les années 1940, certains qualifiaient les obligations de « certificats de confiscation », et le magazine Business Week a annoncé « la mort des

actions ». Les ménages américains, qui détenaient plus de 35 % de leurs actifs financiers dans des actions à la fin des années 1960, avaient réduit cette proportion à 11,5 % en 1982. La table était mise pour un nouveau cycle.

Volcker était parvenu à maîtriser l'inflation. Les taux d'intérêt étaient en baisse. Le prix du pétrole avait culminé à 40 \$ le baril et allait s'établir à un peu plus de 10 \$ en 1998. Thatcher et Reagan adoptaient des politiques plus favorables aux entreprises. Les années 1980 ont été très différentes des années 1970, mais tout ne s'est pas passé sans heurt. En 1987, le Dow Jones Industrials a chuté de 22,6 % en une journée, la plus forte baisse jamais enregistrée en une journée et, en 1991, les actions ne représentaient toujours que 15,5 % des actifs financiers des ménages américains. Dans les années 1980, c'est le Japon qui a occupé le devant de la scène. En 1979, Ezra Vogel a rédigé « Japan as Number One: Lessons for America ». Pendant la décennie suivante, alors que l'économie du Japon connaissait un véritable essor et que les entreprises japonaises semblaient coiffer au poteau leurs rivales américaines, l'avantage concurrentiel du Japon est devenu de plus en plus manifeste. En 1985, l'indice Nikkei du Japon a clôturé au-dessus de 13 000 et, quatre ans plus tard, il a culminé tout juste sous la barre des 39 000 – une somme de 10 000 \$ investie dans les actions japonaises en 1982 allait valoir 100 000 \$ en 1989, soit un rendement annualisé de 39 %. En 1988, 8 des 10 plus grandes entreprises dans le monde étaient japonaises, et en 1989, les actions japonaises représentaient 45 % de la capitalisation boursière mondiale, par rapport à 33 % pour les États-Unis. Et ce n'était pas seulement les actions. Le prix des terrains commerciaux dans six grandes villes japonaises a augmenté de 300 % entre 1985 et 1991. Ensuite, la bulle a éclaté, et la décennie qui a suivi 1991 est connue sous le nom de « décennie perdue ». Malheureusement, cette période s'étend maintenant sur trois décennies, car la part japonaise de la capitalisation boursière mondiale a chuté à 6 %, la plus grande entreprise japonaise, Toyota, vient seulement au 40^e rang des entreprises mondiales, et le Japon, un chef de file technologique dans les années 1980, vient au 27^e rang sur le plan de la compétitivité numérique. Entre 1997 et 2017, l'économie japonaise affichée une croissance de 0,13 % par année, malgré le fait que la Banque du Japon a abaissé les taux d'intérêt à zéro et ne les a pas augmentés. À un certain moment en 2008, le Nikkei se transigeait à un niveau plus de 80 % inférieur à son sommet de 1989, et demeure à un niveau plus de 30 % moins élevé aujourd'hui.

Pendant que l'économie du Japon implosait, des dénouements positifs étaient observés ailleurs. Le mur de Berlin est tombé en 1989 et, en 1991, 12 pays européens ont signé le Traité de Maastricht, qui a créé une union économique et monétaire. Il s'agissait d'une bonne nouvelle pour l'Europe, mais aussi pour les États-Unis, qui constituaient pour l'heure l'unique superpuissance mondiale. C'était aussi le début de l'Internet et de l'ère des point-com. L'économie américaine connaissait des difficultés depuis son essor dans les années 1960. Stimulée par la révolution de l'Internet, elle s'est raffermie à un point tel que le gouvernement fédéral a dégagé un excédent de 250 milliards de \$ en 2000 et qu'on parlait d'une éventuelle pénurie d'obligations gouvernementales. Les titres technologiques américains faisaient fureur. En décembre 1999, le Nasdaq a clôturé au-dessus de 4000 pour la première fois de son histoire, éclipsant la marque de 3000 qui avait été établie à peine deux mois auparavant, et a affiché une hausse de 85 % pour l'année, soit la plus importante hausse jamais enregistrée pour un grand indice intérieur. La fin des années 1990 jumelait, à bien des égards, la ferveur spéculative de l'ère go-go et la notion de l'ère Nifty 50 selon laquelle aucun prix n'était trop élevé pour les entreprises de qualité. D'une part, par exemple, 60 % des entreprises de l'indice de croissance Russell 3000 affichaient des bénéfices négatifs en 2000, par rapport à 10 % vingt ans auparavant. D'autre part, les actions de 40 entreprises du S&P 500 se transigeaient à plus de 10x le bénéfice (comparativement, par exemple, à une proportion de 60 % des entreprises dont les actions ne négociaient à moins de 5x le bénéfice au creux de 1974). En 1982, la capitalisation boursière des entreprises du S&P 500 correspondait à 6 % du PIB mondial; en 2000, elle avait atteint un sommet jamais vu de 40 %. Ces

deux facteurs conjugués ont donné lieu au marché boursier le plus cher de l'histoire des États-Unis jusque-là, et le public y plaçait tous ses jetons. Au pic de l'année 2000, les ménages américains détenaient une proportion record de 44,5 % de leurs actifs financiers dans des actions. Lorsque la bulle a éclaté, un grand nombre de titres spéculatifs sont disparus sans laisser de traces, mais même les titres de qualité ont subi d'énormes pertes. Un indice des titres liés à Internet (IIX) a chuté de 92 % et le Nasdaq Composite, de 78 %. Quelques-uns des titres de grande qualité comme Microsoft ont par la suite dépassé leur sommet de l'an 2000, mais ce n'est pas le cas de tous. Par exemple, le cours de Cisco, une entreprise rentable en croissance, a chuté de 90 % et demeure plus de 25 % en-deçà de son pic de l'an 2000 aujourd'hui.

Après l'éclatement de la bulle Internet, les Américains se sont tournés vers le secteur immobilier, où une bulle immobilière se préparait. Dans l'univers des investissements, le monde a découvert le secteur des matières premières, les marchés émergents et, en particulier, les économies des BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine). Le secteur des matières premières n'avait plus la cote depuis 20 ans, soit après son rôle de premier plan dans les années 1970, mais il avait besoin d'un catalyseur pour susciter l'intérêt des investisseurs. C'est la forte croissance dans les marchés émergents qui a servi de catalyseur. Au Brésil, une meilleure gouvernance a permis au pays de tirer parti d'impressionnantes richesses, dont une vaste base de matières premières et une population de plus de 200 millions d'habitants. Le cours des actions au Brésil a connu une hausse de près de 20x entre le creux de 2002 et le pic de 2008. La forte croissance en Chine n'était rien de nouveau. Une fois passée la folie de Mao, Deng Xiaoping a audacieusement proclamé en 1978 qu'« il est glorieux de s'enrichir » et, après sa réémergence, la Chine a connu un taux de croissance vertigineux de 10 % par année. En 1978, l'économie de la Chine avait à peu près la même taille que celle de l'Italie; aujourd'hui, elle s'approche de celle des États-Unis. Au cours des deux dernières décennies, la part chinoise du PIB mondial a quasiment quadruplé. En 2000, près de 40 % des sociétés faisant partie du Fortune 500 étaient américaines, et seulement quelques-unes étaient chinoises; aujourd'hui, les États-Unis et la Chine en comptent à peu près le même nombre. Cette forte croissance chinoise a eu des répercussions concrètes sur le marché des matières premières, d'autant plus qu'il s'agissait d'une croissance à haute intensité de capital. De 2000 à 2010, les importations chinoises de minerai de fer et de pétrole ont été multipliées par 11 et par 10, respectivement. En 2000, la production sidérurgique chinoise s'élevait à un peu plus de 100 millions de tonnes par année, comparativement à plus de 700 millions de tonnes ailleurs dans le monde. En 2013, la production chinoise était égale à celle du reste du monde, soit plus de 800 millions de tonnes. En trois ans, entre 2011 et 2013, la Chine a consommé 45 % plus de ciment que ne l'ont fait les États-Unis durant tout le vingtième siècle. Entre 2005 et 2008, cette hypercroissance s'est traduite par une hausse de l'indice boursier de Shanghai, qui est passé de moins de 1000 à plus de 6000, alors que les actions chinoises se négociaient à un ratio cours-bénéfice plus de 15 % plus élevé que le S&P 500. Puis vint la crise financière mondiale, qui a mis fin à l'essor des BRIC et du secteur des matières premières ainsi qu'au boom immobilier des États-Unis. L'indice de Shanghai et les actions brésiliennes ont chuté de 73 % et demeurent aujourd'hui 45 % et 55 % en-deçà de leurs pics de 2008. Le prix du pétrole, qui s'élevait à près de 150 \$ le baril en 2008, a diminué de 77 % en 2008-2009, puis est passé à pratiquement zéro durant la pandémie. La croissance annuelle moyenne du PIB réel du Brésil s'est établie à moins de 0,5 % entre 2012 et 2021, rappelant la « décennie perdue » du Japon. Parallèlement, la croissance a ralenti en Chine en raison en partie de la COVID, et la Deutsche Bank estime que 2020 et 2022 représenteront les deux années de croissance économique la plus faible en Chine depuis 1976.

Ce qui nous amène au cycle actuel qui, nous le supposons, se termine. Certains ont baptisé la dernière décennie la « bulle de tout ». Ce n'est pas vraiment exact, puisque tout n'était pas dans une bulle. Une meilleure description serait la « bulle des banques centrales », puisque les mesures radicales et sans

précédent prises par les banques centrales ont été à l'origine même de la formation des bulles. Une étude réalisée par la Bank of America a conclu que les bénéfices des sociétés expliquaient à peu près 50 % du rendement du marché boursier au cours des 13 années qui ont mené à la crise financière mondiale. Les changements apportés au bilan de la Réserve fédérale n'ont pas entré en ligne de compte. Depuis 2010, seulement 20 % du rendement du marché est attribuable aux bénéfices, tandis que les changements apportés au bilan de la Réserve fédérale comptent pour 50 %. La première bulle manifestement créée par les banques centrales a été celle des obligations; par exemple, les obligations allemandes à 10 ans, dont le rendement est passé de 4,7 % en 2008 à un rendement négatif de près de 1 % durant la panique pandémique en 2020. À la fin de 2020, les dettes publiques à rendement négatif s'élevaient en tout à plus de 18 billions de dollars. Puis, il y a les secteurs qui sont très sensibles à la variation des taux d'intérêt, notamment le secteur immobilier. La valeur des terrains que possèdent les ménages australiens équivaut à 330 % du PIB de l'Australie, soit un niveau légèrement plus élevé que celui atteint au Japon au sommet de sa bulle spéculative en 1990. Il importe de souligner que le ratio au Japon a ensuite chuté à 125 % sur une période de 25 ans, soit à peu près où en était la situation en Australie il y a 25 ans. Au cours des 50 dernières années, le prix moyen d'une maison au Royaume-Uni a été multiplié par 60, ou l'équivalent du double du salaire moyen, et les prix des logements à Amsterdam, après rajustement pour l'inflation, sont sortis de leur fourchette des quatre derniers siècles pour s'établir à un niveau correspondant à près de sept fois la moyenne des 400 dernières années. Aux États-Unis, la valeur des biens immobiliers des ménages en mars s'élevait à 163 % du PIB américain, soit tout juste sous le niveau de 175 % atteint durant la bulle immobilière en 2006; en revanche, le prix d'une nouvelle maison s'établit à un niveau record de 4,7 fois le revenu familial médian, à deux écarts-types de la moyenne des 40 dernières années et bien au-dessus du pic de 2006. Et le dernier point, mais certainement pas le moindre, est que les taux d'intérêt microscopiques ont fait en sorte que les bénéfices futurs ont une valorisation plus élevée qu'elle ne l'aurait été si les taux d'intérêt étaient plus élevés. Par conséquent, les investisseurs se sont tournés vers les actions de croissance au détriment des actions de valeur, et particulièrement vers les actions des grandes entreprises technologiques américaines, qui avaient généralement d'excellentes franchises, présentaient d'excellents bilans et qui, en fait, gagnaient en croissance dans un contexte où la croissance était une denrée rare. En effet, la quasi-totalité de la croissance des bénéfices à l'échelle mondiale dans la décennie qui a suivi 2009 était attribuable au secteur des technologies, et les bénéfices des 15 plus grandes entreprises américaines du secteur des technologies, des télécommunications et du commerce électronique ont dépassé le pic de 1969 – il s'agissait à l'époque de sociétés industrielles – en pourcentage du PIB des États-Unis. Comme lors des cycles précédents, toutefois, la situation a été portée à l'extrême. En novembre de l'an dernier, le poids des 10 plus grandes capitalisations boursières dans le S&P 500 a atteint 32 %, soit le niveau le plus élevé depuis l'ère Nifty 50. Apple et Amazon valaient plus de 1 billion de \$ de plus que tous les titres de l'indice Russell 2000, et les 6 sociétés des FANMAG avaient une capitalisation boursière plus élevée que tous les titres négociés au Canada et en Europe. Le Nasdaq Composite était devenu plus grand que le marché boursier du reste du monde. Le ratio cours-bénéfice médian des dix plus importants titres américains a atteint 38, soit le même niveau que lors de l'ère des point-com, et 73 titres s'échangeaient à plus de 10 fois les ventes, comparativement à 40 titres en 2000.

Donc, quelles leçons pouvons-nous tirer de ce retour dans le passé, qu'est-ce que cela nous apprend sur la prochaine décennie, le cas échéant? Il ne fait aucun doute que les 50 dernières années ont été à l'image de ce qu'avançaient Howard Marks et Bob Farrell. Tout est une question de cycles, et il n'y a en effet pas eu de nouvelle ère. Les secteurs en effervescence ont généralement connu une croissance plus élevée que ce qu'une analyse rationnelle aurait prédit, et ils ne se sont pas corrigés en allant de côté. Une étude réalisée par Ruchir Sharma a conclu que les grands gagnants d'une décennie affichent généralement d'énormes gains, puis des rendements négatifs lors des dix années

suivantes. Les taux d'intérêt sont un exemple classique de l'idée selon laquelle les excès à la hausse sont compensés par les excès à la baisse, et vice versa. Les taux d'intérêt sur les obligations à 10 ans du gouvernement italien sont passés de 7 % en 1971 à un niveau jamais vu de 22 % dix ans plus tard, pour ensuite chuter à moins de 1 % durant les 40 années suivantes. Dix ans avant les faits, personne n'aurait pu prédire le sommet de 1981 ni le creux de 2021. Des variations similaires des taux d'intérêt sont survenues partout dans le monde au cours des cinq dernières décennies. Sur un horizon à plus court terme, les obligations à 5 ans du gouvernement grec, qui offraient un rendement de plus de 60 % durant la crise de la dette européenne en 2011, affichaient étonnamment un rendement négatif dix ans plus tard. Enfin, le public achète bel et bien plus souvent au sommet et vend plus souvent au creux. Au pic des ères go-go et point-com, les ménages américains détenaient en moyenne 40 % de leurs actifs financiers dans des actions; lors des creux de 1982 et 2009, cette proportion était de 16,5 %.

Alors, à quoi pourrait ressembler le prochain cycle? Il convient de souligner que les thèmes qui ont caractérisé les cinq derniers cycles ne sont pas apparus comme par magie. Si l'or a connu une effervescence dans les années 1970, c'est parce qu'on a permis au prix de grimper après l'avoir maintenu à un niveau fixe pendant des décennies, et parce qu'on ne parvenait pas à maîtriser l'inflation. De même, le prix du pétrole a grimpé pour des raisons tout aussi logiques. Le Japon a su accomplir une incroyable renaissance industrielle après la Seconde Guerre mondiale. L'Internet a réellement changé nos façons de faire. La Chine s'est bel et bien transformée en une puissance économique. Les banques centrales du monde entier ont inondé les marchés de liquidités. Le problème est que toutes ces tendances ont abouti en bulles qui éclatent. Y a-t-il des tendances évidentes qui attendent d'être mises en lumière au cours de la prochaine décennie? Les actions de valeur ont surclassé les actions de croissance en 2022, mais leur sous-rendement au cours du dernier cycle a été immense. On a estimé que le rendement des titres de valeur par rapport aux titres de croissance dans la période qui a mené à 2020 était le pire en 200 ans. Sur une base cours/valeur comptable, la valorisation des titres de croissance du Russell 1000 a dépassé celle des titres de valeur du Russell 1000 de six écarts-type par rapport à la norme. Il s'agissait, comme l'a indiqué un analyse, de l'« heure la plus sombre pour les placements de valeur ». Il semble logique d'étudier cette piste. Les titres des marchés étrangers – le Royaume-Uni, l'Europe, l'Amérique latine, entre autres – semblent peu dispendieux par rapport à leurs équivalents américains. Les matières premières ont connu une forte reprise, mais comme dans le cas des actions de valeur, elles étaient extrêmement dépréciées dans un contexte à plus long terme. La liste des possibilités ne s'arrête pas là, mais nous devons d'abord traverser le marché baissier actuel. Un semestre médiocre comme celui que nous venons de vivre mène généralement à une remontée lors des trimestres subséquents. En revanche, les taux d'intérêt sont toujours à la hausse, les actions ne sont pas bon marché dans le contexte historique, et les investisseurs, malgré une certaine nervosité, ne semblent pas vouloir délaissier les actions. Il ne serait donc pas surprenant d'observer un regain de volatilité. Toutefois, s'il y a deux leçons que nous pouvons tirer de l'examen des 50 dernières années et qui semblent bien nous servir dans ce climat difficile, c'est qu'il faut éviter les secteurs hautement spéculatifs du marché et, à l'inverse, éviter de surpayer pour les titres de qualité.
