

FOCUS

Vendre aujourd'hui pourrait être une mauvaise décision

Lorsque les marchés déçoivent, certains investisseurs sont tentés de vendre leurs actions. Cela peut leur permettre de limiter les pertes à court terme, mais en agissant de la sorte, ils risquent de passer à côté du prochain rebond boursier. Et c'est ce qui risque de se produire actuellement à ce stade-ci du marché.

Il est clair qu'un investisseur actif capable d'anticiper l'évolution future des marchés obtiendra des rendements nettement meilleurs qu'un investisseur défensif. Mais soyons réalistes, ce type d'investisseur n'existera jamais. De nombreuses recherches montrent qu'un investisseur qui souhaite créer de la valeur en achetant et vendant sur base du timing de marché doit prendre la bonne décision dans plus de 70% des cas. Il semble, en outre, plus important de savoir prédire les marchés haussiers que les marchés baissiers. Signalons aussi qu'au cours de la période 1963-1993, 95% des returns boursiers ont été réalisés sur seulement 1,2% des sessions boursières ! Le fait qu'une majeure partie des returns soit obtenue sur seulement quelques jours de transactions prouve que les investisseurs qui tentent de prévoir les évolutions futures du marché courent un risque important. En effet, ils pourraient très facilement rater ces quelques jours fatidiques (1,2%). Le graphique ci-dessous montre à quel point le return total est déterminé sur quelques sessions

boursières. Ce graphique compare l'évolution du MSCI World Index et la performance de cet indice si on exclut les 10 meilleures journées de cette période (entre le 1er janvier 1993 et le 31 octobre 2008).

Les investisseurs ont également peu de chances d'éviter les jours les plus sombres.

Que peut-on dire du timing de marché dans l'environnement boursier actuel, que l'on peut qualifier de baissier ("bear market")?

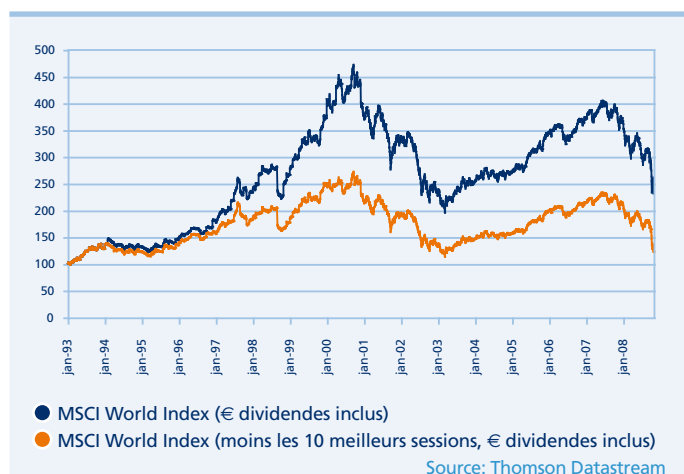
Quand les marchés boursiers vont-ils atteindre leur plancher?

Il est clair que les marchés boursiers mondiaux sont dans une phase descendante ("bear market") depuis août 2007. Le tableau (recherche propre – fin octobre 2008) montre les chutes de bénéfices anticipées par les différents marchés à l'heure actuelle.

Comme on peut le constater, les marchés boursiers anticipent actuellement des baisses de bénéfices plus importantes que lors des dernières phases de ralentissement économique. Même au Japon, les bénéfices n'avaient pas perdu plus de 52% dans les années 90, période au cours de laquelle le pays avait été confronté à de nombreuses difficultés, et notamment celles de créances bancaires douteuses, de la chute des prix immobiliers et la déflation (replis structurels des prix et des salaires).

Notez que les bénéfices des entreprises et les marges bénéficiaires se trouvaient à des niveaux historiquement élevés en 2007. En outre, les dividendes, qui constituent généralement un facteur de stabilité, risquent de se trouver davantage sous pression, car les sociétés vont devoir maintenir des niveaux de liquidités supérieurs à la moyenne en raison de la crise financière.

1) *Stock Markets Extremes and Portfolio Performance*, H. Nejat Seyhun, Towneley Capital Management & University of Michigan



10 sessions peuvent faire la différence

Baisse des bénéfices actuellement prévue

	Europe	Etats-Unis	GB	Monde
Baisse prévue actuellement	-50%	-40%	-30%	-35%
Moyenne depuis 1973	-36%	-18%	-20%	-13%
Pire baisse depuis 1973	-44%	-28%	-22%	-19%

Source : ING IM, données à fin oct. 2008

Primes de risque des actions

On constate que la prime de risque des actions (4,5%) est nettement plus élevée que sa moyenne à long terme (3,5%). Les chiffres remis dans le tableau ci-après ont été obtenus via un modèle d'actualisation des dividendes. Nous avons effectué une distinction entre les principales régions. Nos calculs tiennent compte d'importantes réductions des dividendes au cours la première année, suivie d'une reprise cyclique progressive et finalement d'un retour de la croissance des bénéfices et des dividendes à sa moyenne à long terme (5% par an, en termes nominaux).

Les hypothèses retenues sont extrêmement prudentes (même davantage que dans notre vision stratégique). Elles tiennent compte du pessimisme extrême qui règne parmi les investisseurs. Le tableau montre que les primes de risque les plus élevées (c'est à dire les valorisations les plus attrayantes) se trouvent actuellement au Japon et dans les marchés émergents.

Le return attendu (monde: 8,64%) correspond au rendement sans risque sur les obligations d'Etat à 10 ans (4,14% plus la prime de risque calculée [4,5% contre une moyenne à long terme de 3,5%]).

Les chiffres (fin octobre 2008) proviennent de nos propres travaux de recherche.

"Bear markets" et chute des bénéfices

L'histoire nous montre que les "bear markets" s'accompagnent toujours de périodes de baisse des bénéfices des entreprises. De tels comportements de marché coïncident aussi souvent avec des périodes de récession et/ou de hausse de l'inflation et de resserrement monétaire.

Dans la **première phase** d'un "bear market", les nouvelles sont mauvaises. Les cours boursiers chutent rapidement, les bénéfices se replient et l'environnement économique se détériore fortement. Les marchés d'actions mondiaux se trouvent probablement à la fin de cette première phase à l'heure actuelle.

Dans la **seconde phase** d'un "bear market", les bénéfices des entreprises continuent de baisser, parfois même pendant environ deux ans. Toutefois, la situation évolue progressivement et la tendance baissière s'atténue. On observe aussi certains signes d'assouplissement de la politique monétaire. Si les valorisations boursières ont suffisamment baissé pour atteindre un certain niveau de soutien, cette seconde phase s'avère généralement moins négative pour les actions que la première. Les marchés boursiers peuvent même repartir à la hausse.

Historiquement, les actions repartent à la hausse approximativement trois mois avant que les bénéfices n'atteignent leur plancher. Toutefois, pour que les actions connaissent une hausse durable (un "bull market"), il faut généralement que les investisseurs comptent sur une reprise des bénéfices. Pour que les cours boursiers augmentent alors que les bénéfices continuent de baisser, il faut quelques nouvelles positives, comme par exemple des signes d'un repli de l'inflation. La chute des prix pétroliers et un assouplissement de la politique monétaire peuvent également contribuer à un regain de confiance. Dans le contexte actuel, des signes indiquant la fin de la chute des prix immobiliers aux Etats-Unis seraient particulièrement bien accueillis par les



	Monde	Europe	Etats-Unis	Japon	GB	Emergent
Rendement sans risque pour les oblig. d'etat	4.14%	4.14%	3.90%	1.48%	4.45%	3.90%
Prime de risque	4.50%	4.50%	4.00%	5.00%	4.30%	9.20%
Estimation de la baisse des dividendes sur 1an	25%	40%	15%	20%	35%	20%
Croissance à long terme	5%	4.5%	5%	4%	4.5%	7.5%
Rendement attendu	8.64%	8.64%	7.90%	6.48%	8.75%	13.10%

Source : ING IM, données à fin oct. 2008



marchés boursiers mondiaux. Mais aucun signe positif n'a encore été observé sur le marché immobilier américain, bien que nous nous trouvions peut-être déjà dans la seconde phase ou que nous soyons sur le point d'y entrer. Il est même possible que les marchés d'actions aient déjà atteint leur plancher en octobre ou qu'ils l'atteignent très prochainement (cette année). Nous pensons que les bénéfices vont atteindre leur plancher à la fin de l'année prochaine.

Ne pas vendre aujourd'hui

En bref, il faudra probablement encore attendre avant de connaître le début d'un nouveau "bull market". Mais il semble que le pire soit déjà passé pour les marchés boursiers. Il faut toutefois ajouter que la situation actuelle est très compliquée, car le monde est simultanément confronté à une récession économique et à une crise financière. Cela étant dit, on constate que certaines nouvelles positives semblent avoir été ignorées par les investisseurs. Citons notamment le recul de l'inflation, la baisse des prix pétroliers, les assouplissements monétaires par les banques centrales et l'assouplissement des politiques budgétaires.

A court terme, il faut que les taux interbancaires continuent de baisser et que les banques deviennent plus flexibles dans l'octroi de crédits aux particuliers et aux entreprises. Si le système financier ne fonctionne pas convenablement, les assouplissements monétaires actuellement en cours n'auront que peu d'effet (et on ne pourra éviter une longue récession). Cela ne fait pas partie de notre scénario de base.

Nous sommes convaincus que les banques centrales et les gouvernements vont continuer à prendre les mesures adéquates afin d'assurer le bon fonctionnement du système financier. Il est clair que le monde ne pourra

échapper à la récession. Mais les valorisations boursières ont tellement baissé qu'elles tiennent déjà compte d'une forte récession mondiale. Certaines valorisations sont même proches d'un niveau de dépression (en particulier sur les marchés obligataires plus risqués tels que les obligations d'entreprises et le "high yield"). Mais selon nous, les importantes mesures monétaires et budgétaires devraient permettre d'éviter la dépression. La solidité des bilans des entreprises, grâce aux bénéfices records enregistrés les années précédentes, constitue un autre facteur positif.

A l'heure actuelle, nous pensons que les marchés boursiers vont continuer à évoluer au sein d'une marge assez large, les révisions baissières des bénéfices limitant le potentiel de hausse et la faiblesse des valorisations limitant le potentiel de baisse. Suite à la récente vague de ventes, nous pensons que nous nous situons actuellement dans la partie inférieure de cette marge.

Conclusion

En résumé, nous pensons que ce n'est pas le moment de vendre vos actions, étant donné la phase de "bear market" dans laquelle nous nous trouvons probablement à l'heure actuelle. De plus, l'analyse ci-dessus montre qu'une grande partie de la performance est réalisée sur seulement quelques jours. En réduisant votre portefeuille d'actions aujourd'hui, vous risquez donc de rater le prochain train de hausse.

Avertissement légal

Les éléments contenus dans ce document ont été préparés dans un but exclusivement informatif et ne constituent pas une offre, ni un prospectus ou une invitation appelant à traiter, à acheter ou vendre un titre de placement quel qu'il soit ou à participer à une quelconque stratégie commerciale. Les investissements peuvent convenir à des investisseurs privés, à la condition qu'ils aient été recommandés par un conseiller reconnu, indépendant ou salarié, agissant pour le compte de l'investisseur, sur la base d'un contrat écrit. Si une attention particulière a été portée à la rédaction du présent document, son exactitude ou son exhaustivité ne peut faire l'objet d'aucune garantie ou déclaration, implicite ou explicite. Ni ING Investment Management, ni aucune autre compagnie ou entité appartenant au groupe ING, ni ses dirigeants, directeurs ou employés ne peuvent être tenus directement ou indirectement responsables des informations et/ou des recommandations, quelles qu'elles soient, contenues dans le présent document. L'information contenue dans le présent document ne devra jamais être considérée comme un conseil d'investissement individuel ou comme un avis juridique ou fiscal. Le présent document a été préparé, comme il se doit, avec toute l'attention et tous les soins requis. La présente information ne peut donner lieu à aucun droit. Pour l'obtention de conseils plus spécifiques, veuillez vous adresser à votre conseiller en placements. Aucune responsabilité, directe ou indirecte, n'est assumée relative à une perte éventuelle, subie ou encourue par des lecteurs ayant utilisé cette publication pour prendre des décisions. Les investissements sont soumis à des risques. Votre investissement peut augmenter ou diminuer et les résultats obtenus dans le passé ne sont pas indicatifs des résultats futurs et ne peuvent être, en aucun cas, considérés comme tel. Tous les produits et tous les titres de placement mentionnés dans le présent document comportent leurs propres risques et conditions générales, qui doivent être consultés individuellement par chaque investisseur, avant d'entamer une transaction quelconque. La présentation et les informations contenues dans ce document sont confidentielles et ne doivent pas être copiées, reproduites, distribuées ou transmises à qui que ce soit, sans l'approbation écrite préalable d'ING Investment Management France.