

## « MARKET TIMING », BORNE ZÉRO ET ASSOUPPLISSEMENT QUANTITATIF

Une opération réussie de *market timing* entre actions et liquidités suppose un niveau de compétence élevé. Un pré-requis qui s'accroît avec la grande faiblesse des taux directeurs, par leur impact sur les taux du marché, qui dissuade les investisseurs de recourir à ce type d'opération. Il en est de même de l'assouplissement quantitatif. Ces questions jouent un rôle important du point de vue de la stabilité financière. La frilosité de plus en plus grande des investisseurs à l'égard de ces opérations réduit probablement la volatilité des marchés actions et conduit à un accroissement de la valorisation. Or, une moindre volatilité crée un sentiment de sécurité fictif tandis qu'une valorisation des actions plus élevée renforce la sensibilité aux mauvaises nouvelles et, par conséquent, le niveau de risque.

Le « *market timing* », c'est-à-dire la décision consistant à effectuer un arbitrage actif<sup>1</sup> entre des investissements risqués, comme les actions, et les liquidités, est une opération à la fois séduisante – compte tenu des écarts de rendement entre ces deux classes d'actifs – et source d'inquiétude au vu de la perte (ou coût d'opportunité) subie en cas de mauvais choix.

Les gains probables d'une stratégie de *market timing* ont été analysés dans un article publié en 1975 par William Sharpe<sup>2</sup>, co-lauréat du prix Nobel en 1990 avec Harry M. Markowitz et Merton H. Miller pour « leur travail de pionniers dans la théorie financière »<sup>3</sup>. Même si les valeurs de certains paramètres, comme le niveau des taux d'intérêt, doivent être actualisées, la méthodologie adoptée par cet économiste ainsi que ses observations sont plus que jamais pertinentes. Prenons un investisseur qui, au début de chaque année, doit décider de son allocation d'actifs pour les douze prochains mois. Au vu de l'expérience historique, il existe une certaine probabilité que les marchés boursiers génèrent un rendement positif (néгатif). L'investisseur opte soit pour des actions, soit, s'il anticipe un repli des marchés, pour des liquidités. La performance réalisée dépendra, bien entendu, de la pertinence de la décision prise en début d'année.

Partir sur une opinion haussière (baissière) peut être un mauvais choix si le marché présente une performance négative (positive) entraînant une perte (ou coût d'opportunité). Plus l'investisseur aura de solides compétences, plus il aura de chances de prendre la bonne décision. W. Sharpe a calculé le niveau de compétence requis pour obtenir de meilleures performances qu'avec une stratégie « naïve » consistant à investir chaque année dans la même combinaison d'actions et de liquidités<sup>4</sup>. Le résultat – c'est-à-dire le seuil de compétence nécessaire – dépend de l'écart de rendement moyen entre les actions, en phase de hausse ou de baisse de ces dernières, et les liquidités, ainsi que de la fréquence historique des phases de hausse et de baisse des marchés actions. Les résultats des calculs de W. Sharpe donnent à réfléchir : il faut environ 75 % de bonnes décisions chaque année – investissement en actions (liquidités) en phase de marché haussier (baissier) – pour faire aussi bien qu'une stratégie passive sans aucune opération de *market timing*.

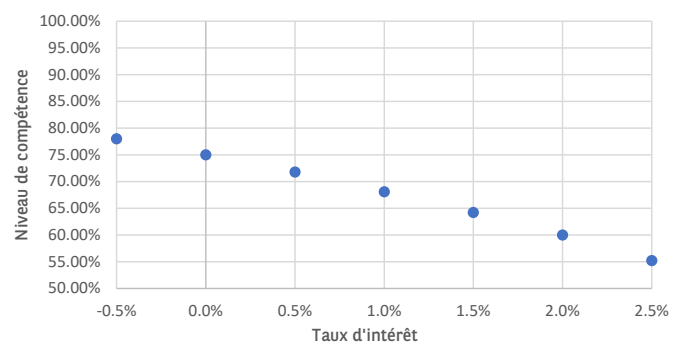
1 Par « arbitrage actif », il faut entendre une décision basée sur certains signaux, ayant une influence sur les rendements attendus. Il convient de distinguer entre ce type de stratégie et le rééquilibrage des pondérations en actions et en liquidités. Une stratégie de rééquilibrage permet de corriger la dérive des pondérations des classes d'actifs, due à des différences de performance entre ces dernières. Elle a vocation à réaligner l'allocation de portefeuille sur le profil de risque cible.

2 William Sharpe, *The likely gains of market timing*, *Financial Analyst Journal*, 1975.

3 <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/1990/summary/>

4 Dans la simulation de W. Sharpe, les pondérations ont été choisies de telle manière que l'allocation d'actifs passive présente le même risque que la stratégie de *market timing*.

### MARKET TIMING, NIVEAU DE COMPÉTENCE ET TAUX D'INTÉRÊT



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS

Dans ces conditions, comment des taux directeurs à la borne zéro – voire même négatifs, comme actuellement dans la zone euro – et l'assouplissement quantitatif influencent-ils la décision des investisseurs de procéder ou non à des opérations de *market timing*? Pour un niveau donné de rendement attendu des actions, la baisse des taux d'intérêt a pour effet de détourner les investisseurs des stratégies de *market timing* car l'écart de performance se creuse. Si les liquidités génèrent un rendement nul, il faut un niveau de confiance plus élevé pour opter pour cette classe d'actifs plutôt que pour les actions. Autrement dit, le niveau de compétence requis augmente lorsque les taux d'intérêt baissent (graphique) : plus une politique monétaire est accommodante, plus il est risqué pour les investisseurs d'adopter une stratégie de *market timing*. Un investisseur peut aussi s'abstenir de recourir au *market timing* parce qu'il s'attend à ce que l'orientation de la politique de la banque centrale stimule la croissance bénéficiaire des entreprises. Autre facteur : l'assouplissement quantitatif. Lorsque les investisseurs vendent leurs obligations à la banque centrale, ils peuvent décider d'investir en actions une partie du produit de l'opération, incitant ainsi ceux qui ont investi en actions à conserver leurs positions.

L'investisseur est encore plus réticent à l'égard du *market timing* s'il doit choisir entre les actions et les obligations – plutôt que les liquidités – en raison de la corrélation existant entre les deux. Depuis de nombreuses années déjà, on observe une corrélation principalement négative entre les marchés des actions et des obligations. Résultat, si la décision de passer des actions aux obligations s'avère mauvaise – parce que les performances annuelles du marché actions ont été,

contre toute attente, positives –, l'arbitrage au profit de l'obligataire peut être doublement pénalisant : en raison, d'une part, du coût d'opportunité lié au fait de ne pas avoir investi en actions et, d'autre part, de la mauvaise performance, voire même de la performance négative des obligations si la corrélation négative traditionnelle avec les actions se vérifie.

Ces questions jouent un rôle important du point de vue de la stabilité financière. Les taux directeurs à la borne zéro et l'assouplissement quantitatif suscitent la frilosité des investisseurs à l'égard des stratégies de *market timing*. Cela va probablement conduire à une diminution de la volatilité sur les marchés actions et à une augmentation de la valorisation de ces dernières. Or, une moindre volatilité crée un sentiment de sécurité fictif tandis qu'une valorisation plus élevée renforce la sensibilité aux mauvaises nouvelles et, par conséquent, le niveau de risque.

**William De Vijlder**



Les taux directeurs à la borne zéro et l'assouplissement quantitatif suscitent la frilosité des investisseurs à l'égard des stratégies de *market timing*, jugées trop risquées. Cela réduira probablement la volatilité sur les marchés actions – créant un sentiment de sécurité fictif – et conduira à un accroissement de la valorisation de ces dernières, impliquant un niveau de risque accru.

