

Faible volatilité : la capacité de réduction des risques est-elle solide?

Julien Palardy

vice-président et directeur, Gestion de Placements TD

Selon la théorie traditionnelle de l'investissement, les rendements boursiers devraient augmenter avec le risque systématique (ou de marché). Toutefois, les données empiriques indiquent le contraire : les actions à faible volatilité ont surpassé celles à forte volatilité sur des périodes prolongées et dans divers marchés boursiers¹. Cette surperformance des actions à faible volatilité et la réfutation simultanée de la théorie traditionnelle sont appelées l'« anomalie de la faible volatilité » dans la littérature spécialisée².

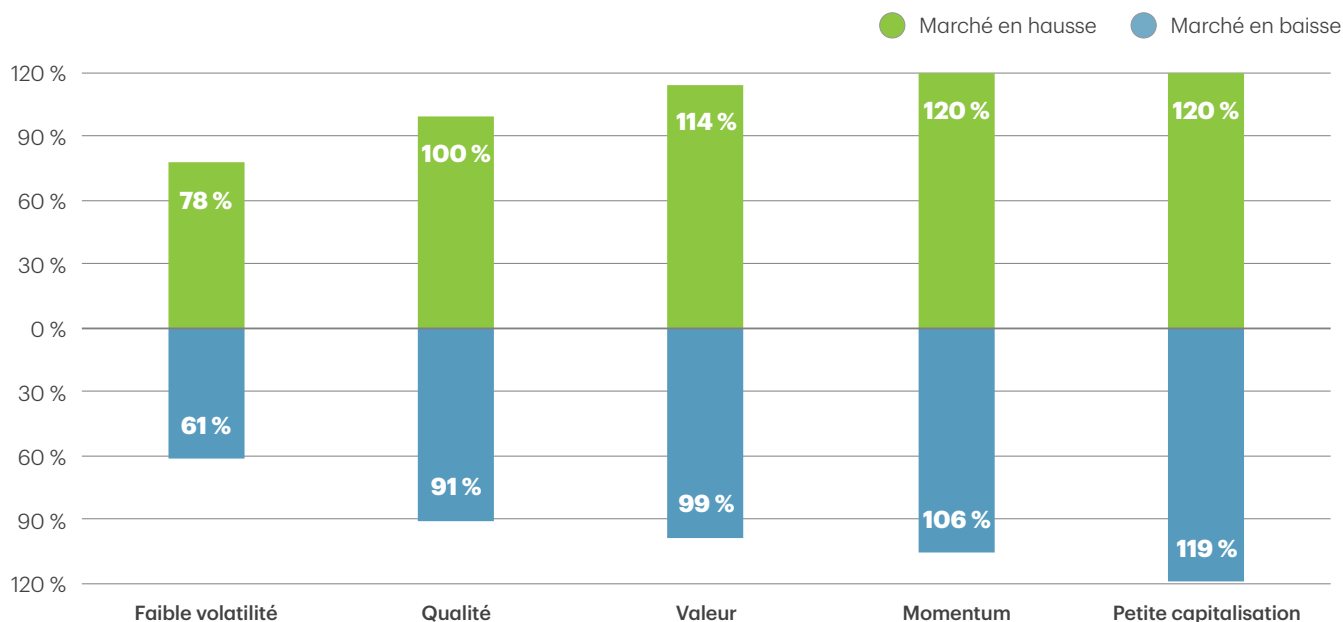
Même si la capacité de réduction des risques des actions à faible volatilité est généralement connue, la persistance de cette capacité est beaucoup moins étudiée que l'anomalie en soi. Le présent article mettra l'accent sur la nature de cette persistance tout au long d'un cycle économique. En outre, on traitera de la différenciation des rendements entre le facteur à faible volatilité et les autres facteurs de placement bien connus.

La faible volatilité en un coup d'œil

Les placements à faible volatilité peuvent offrir un risque de marché plus faible pour des rendements comparables ou supérieurs à ceux des marchés boursiers, procurant ainsi aux investisseurs de meilleurs résultats par unité de risque. L'illustration

ci-dessous (**graphique 1**) présente les ratios d'encaissement des baisses et des hausses selon les quintiles de Fama-French depuis 1963. Le graphique nous indique comment les actions à faible volatilité se sont comportées dans des marchés en hausse et en baisse, en regard d'autres facteurs de placement bien connus.

Graphique 1 : Ratios d'encaissement selon les quintiles de Fama-French (1963-2018)



Données au 31 décembre 2018. Sources : GPTD et Fama et French, décembre 2018.

Parmi les facteurs de placement du **graphique 1**, la faible volatilité a procuré la meilleure protection contre les baisses. De plus, comme c'est le cas pour d'autres facteurs de placement, la faible volatilité offre généralement un plus grand niveau de protection contre les baisses que de participation aux hausses. Dans le **graphique 1**, on peut constater l'asymétrie entre le ratio d'encaissement des baisses et celui des hausses. Elle est directement liée à l'alpha, soit le rendement positif n'étant pas attribuable au risque systématique des actions. En offrant des rendements comparables à ceux du marché et un risque inférieur, les actions à faible volatilité peuvent générer un ratio d'encaissement des hausses/baisses asymétrique prisé par la plupart des investisseurs. Autrement dit, grâce aux actions à faible volatilité, les investisseurs peuvent atténuer leurs pertes durant les replis du marché et participer aux hausses du marché, selon le cas.

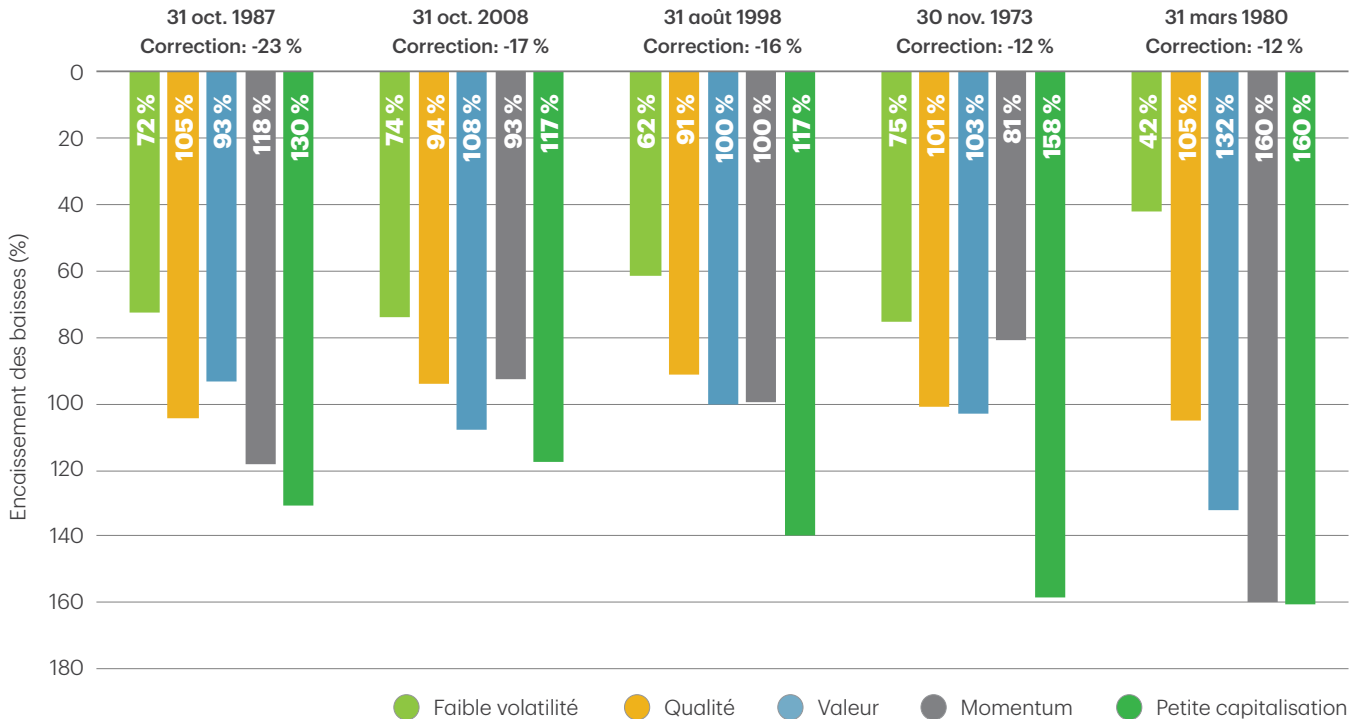
La réduction des risques durant les turbulences boursières

Malgré les rendements observables des actions à faible volatilité, des participants aux marchés ont exprimé des doutes sur l'efficacité de la stratégie à réduire les risques, en particulier durant les périodes d'incertitude accrue sur les marchés. L'idée reçue que toutes les corrélations égalent à 1 durant une correction des marchés donne à penser que les actions à faible volatilité perdent leur qualité de réduction des risques au cours des pires conjonctures boursières. Bien que l'anomalie de la faible volatilité ait été prouvée, de nombreux investisseurs demeurent sceptiques quant à la capacité des stratégies à faible volatilité à tenir leur promesse dans les conditions de marché les plus difficiles.

¹(Bodjov et Lemprière, 2015)

²(Baker et Haugen, 1991, 1996, 2012)

Graphique 2 : Comparaison des rendements des facteurs de placement durant les cinq pires corrections de l'indice S&P 500. De 1963 à 2018



Données au 31 décembre 2018. Sources : GPTD et Fama et French, décembre 2018.

Afin de démentir cette idée reçue, nous avons comparé le ratio d'encaissement des baisses du facteur « faible volatilité » et le ratio des autres facteurs généralement reconnus à l'issue des cinq pires corrections de l'indice S&P 500 de 1963 à 2018.

Comme l'indique le **graphique 2**, sur ces 55 ans, les actions à faible volatilité ont constamment offert une forte protection contre les baisses dans les pires conditions de marché, en termes absolus et par rapport aux autres facteurs. Bien que les corrélations aient tendance à augmenter lorsque les marchés sont en baisse, les replis sont aussi généralement assortis d'une hausse globale de la dispersion des rendements boursiers. Ainsi, malgré la hausse de la corrélation et de l'homogénéité des fluctuations des actions durant les replis du marché, l'amplitude (ou le degré) des fluctuations aura tendance à varier beaucoup plus au cours de ces périodes qu'au cours des périodes de stabilité relative. C'est ce qui permet aux actions à faible volatilité de continuer de surpasser le reste du marché, même en périodes d'incertitude accrue.

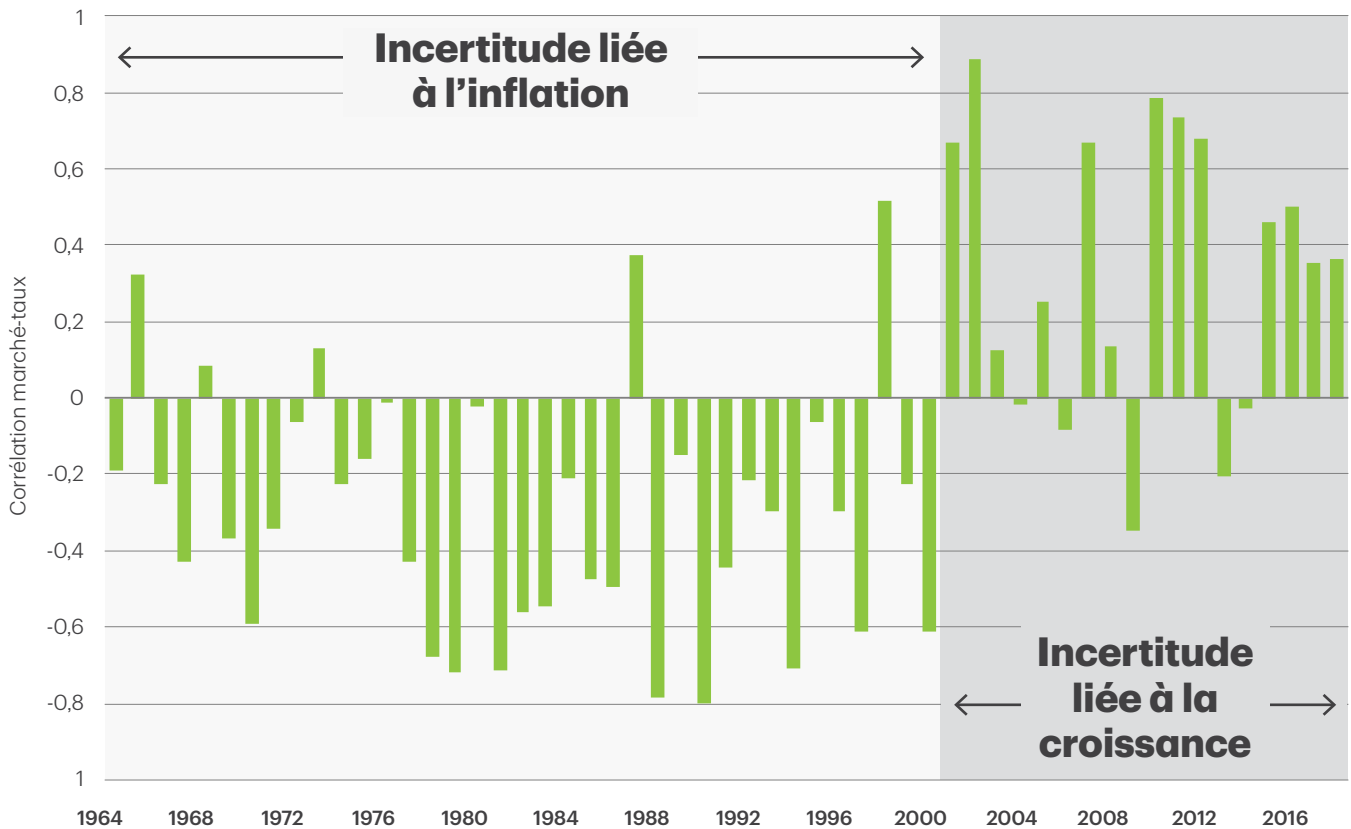
La réduction des risques dans un contexte d'incertitude quant à la croissance et l'inflation

L'une des autres questions soulevées à l'égard de la constance de la réduction des risques des actions à faible volatilité est de savoir comment cette constance se comporte dans un contexte économique en constante évolution, plus précisément dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. Étant donné que les actions à faible volatilité proviennent habituellement des secteurs défensifs moins cycliques (p. ex., services publics, biens de consommation de base et immobilier), on croit depuis longtemps qu'elles se comporteront différemment et que leur rendement sera miné par la hausse des taux. Si cela est généralement une préoccupation à l'égard du rendement global de la stratégie, elle suppose également que si les marchés baissent dans un contexte de hausse des taux, les actions à faible volatilité devraient être moins efficaces pour réduire les risques et procurer une protection contre les baisses.

Depuis la crise asiatique de 1997, la baisse des marchés boursiers a coïncidé, dans la plupart des cas, avec la baisse des taux obligataires, et la hausse des marchés boursiers, avec la hausse des taux obligataires. La corrélation positive entre les marchés boursiers et les taux d'intérêt que l'on observe depuis 20 ans est surtout attribuable à l'incertitude liée

au contexte actuel de faible inflation et de forte croissance. Au cours de cette période, la majeure partie de la réévaluation des actifs était due aux chocs assez importants sur la production, et non à l'incertitude entourant l'inflation. Cela n'a toutefois pas toujours été le cas. Heureusement, les données sur les facteurs de Fama-French sont suffisantes

Graphique 3 : Corrélation entre les marchés boursiers et les taux d'intérêt (1964-2018)



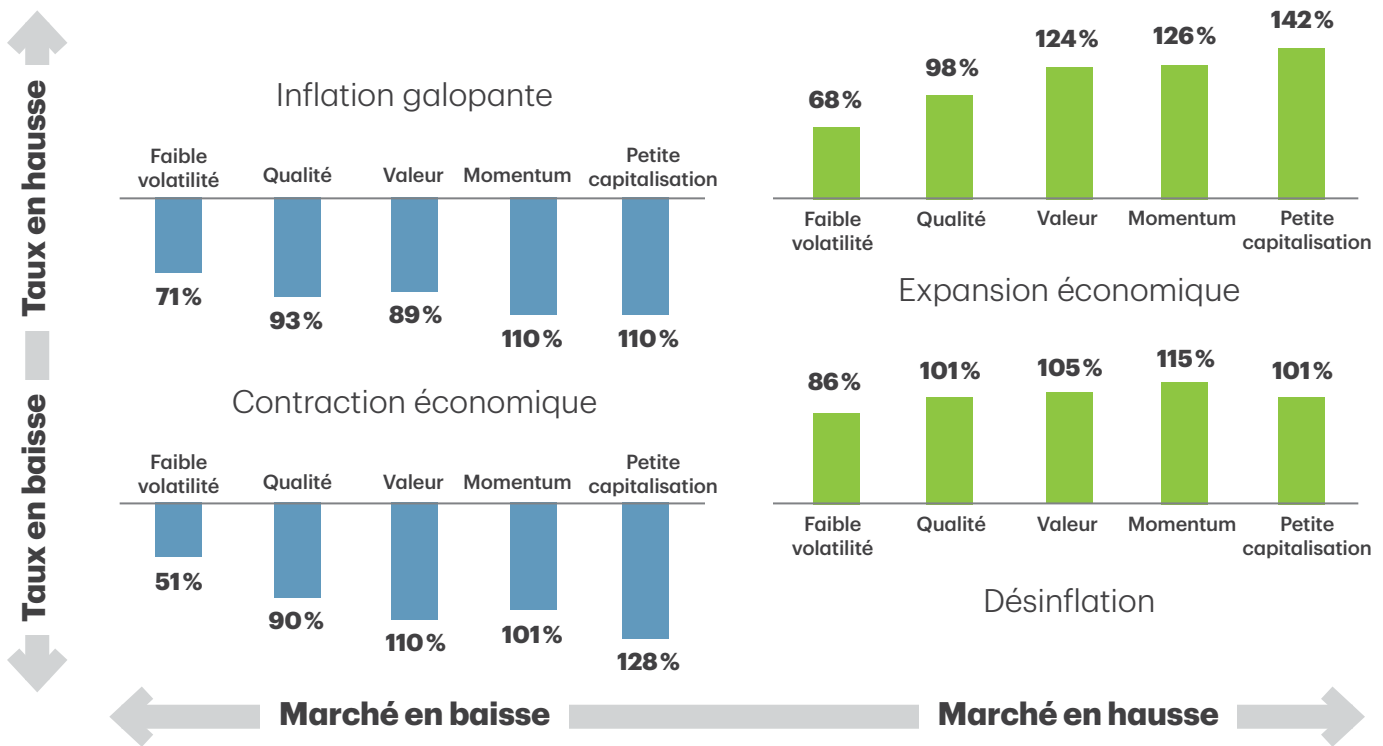
Données au 31 décembre 2018. Sources : GPTD et Bloomberg Finance L.P. Décembre 2018.

pour nous donner un aperçu global des façons dont la réduction des risques et la protection contre les baisses des actions à faible volatilité varient dans un contexte d'incertitude lié à la croissance et à l'inflation. Séparer les conditions de marché pour ce qui est des marchés et des taux nous permet d'évaluer le ratio d'encaissement des actions à faible

volatilité, et celui des autres facteurs de placement, dans des contextes où les marchés boursiers affichent des corrélations positives et négatives avec les taux d'intérêt.

Les résultats de cette analyse sont très intéressants. D'une part, les actions à faible volatilité semblent

Graphique 4 : Comparaison des facteurs de placement dans des contextes de fluctuations des taux d'intérêt



Données en date de décembre 2018. Sources : GPTD, décembre 2018.

réduire le risque dans tous les principaux scénarios, affichant des ratios d'encaissement de moins de 100 % dans chaque quadrant. Cependant, comme on peut s'en douter, les actions à faible volatilité affichent généralement un ratio d'encaissement des baisses plus élevé et un ratio d'encaissement des hausses plus faible dans un contexte de hausse des taux en regard d'un contexte de baisse des taux, ce qui indique que l'alpha de ces actions est plus faible dans de tels contextes.

Cela confirmerait en partie certaines des craintes soulevées par les opposants des stratégies à faible volatilité. Ces craintes supposent toutefois qu'on peut prédire les baisses ou les hausses de taux imminentes. Si c'était le cas, le même raisonnement s'appliquerait aux titres à revenu fixe : ils afficheraient un ratio d'encaissement des baisses plus élevé et un ratio d'encaissement des hausses plus faible dans un contexte de hausse des taux par rapport à un contexte de baisse des taux. Toutefois, la probabilité qu'on prédise parfaitement la direction future des taux

d'intérêt est beaucoup plus faible que la probabilité qu'on prédise raisonnablement si l'incertitude économique des prochaines années est liée à la croissance ou à l'inflation.

Même s'il est vrai que les stratégies à faible volatilité peuvent afficher un ratio d'encaissement des baisses plus élevé, elles affichent habituellement un ratio d'encaissement des hausses plus élevé lorsque les marchés chutent en raison d'un choc d'inflation – auquel cas les obligations devraient chuter également. Cette situation serait illustrée dans les quadrants supérieur gauche et inférieur droit. Ainsi, même si les stratégies à faible volatilité offrent une réduction des risques légèrement inférieure dans un contexte d'incertitude lié à l'inflation (comme l'indiquent les ratios d'encaissement des hausses et des baisses plus élevés), elles procurent malgré tout une asymétrie intéressante entre les ratios d'encaissement des baisses et des hausses. Il vaut aussi la peine de comparer ce phénomène avec le comportement des actions de valeur et

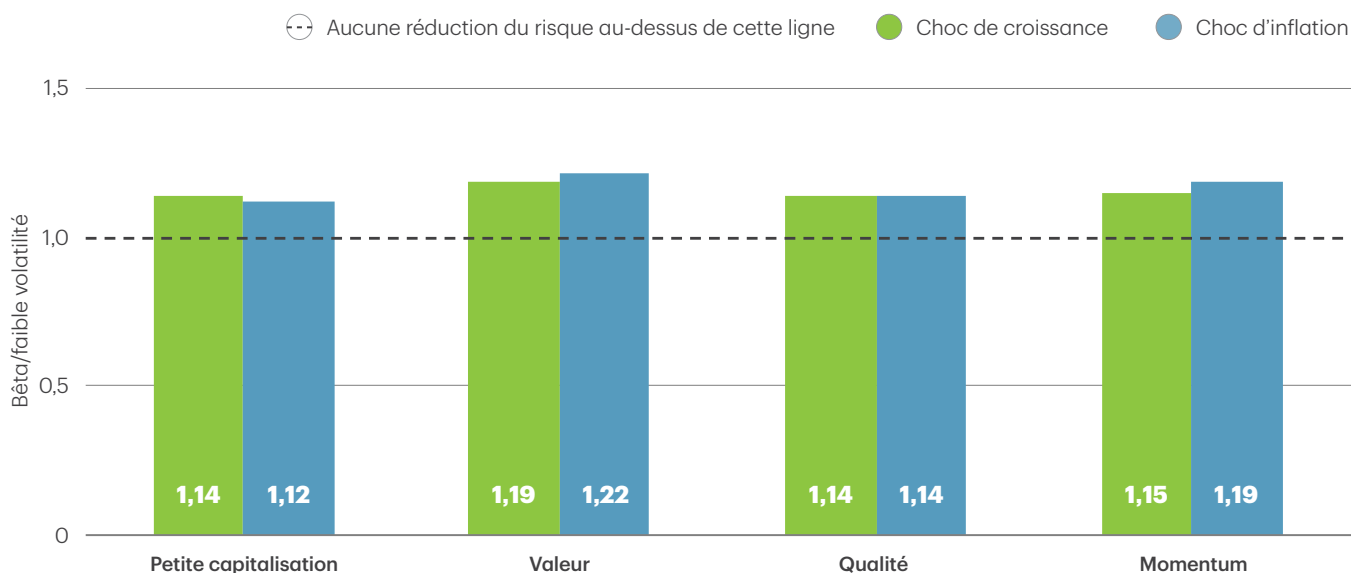
à petite capitalisation, qui semblent offrir des ratios d'encaissement des hausses et des baisses plus élevés dans un contexte d'incertitude lié à la croissance par rapport à un contexte d'incertitude lié à l'inflation.

L'analyse comparative effectuée selon les facteurs de placement soulève une autre question : d'autres facteurs peuvent-ils nous aider à réduire davantage les risques dans un contexte d'incertitude lié à l'inflation en procurant une diversification au sein des portefeuilles « purs » à faible volatilité?

Diversification des facteurs et réduction des risques

La bonne façon d'évaluer l'avantage marginal de la diversification qui découle d'autres facteurs dans un portefeuille à faible volatilité est de déterminer la contribution marginale de ces facteurs au risque du portefeuille. Si cette contribution est plus faible que la volatilité du portefeuille, l'exposition au facteur en question ajoute bel et bien un avantage marginal. Le ratio de la contribution marginale au risque d'un facteur par rapport à la volatilité d'un fonds peut être interprété comme le bêta du facteur par rapport au fonds en question.

Graphique 5 : Faible contribution des facteurs de placement au risque



Données en date de décembre 2018. Sources : GPTD et Fama et French, décembre 2018.

Nous présentons ci-dessous le bêta des quintiles supérieurs des facteurs à petite capitalisation, de valeur, de qualité et de momentum en regard du quintile inférieur des actions à faible volatilité, depuis 1966 et selon des chocs de croissance et d'inflation. Même si nous avons noté que le portefeuille à faible volatilité maintenait un certain niveau de réduction des risques peu importe les conditions économiques, il est raisonnable de se poser des questions quant à une réduction additionnelle des risques au moyen d'une exposition à certains de ces facteurs.

Comme on peut voir, dans les contextes de chocs de croissance et d'inflation, les autres facteurs généralement reconnus ne réussiraient pas, ne serait-ce que légèrement, à réduire davantage les risques d'un portefeuille à faible volatilité. Cette situation est illustrée par le bêta de tous ces facteurs par rapport à la faible volatilité : il est supérieur à un dans les deux scénarios. Il est intéressant de souligner que le test a employé une approche simple de construction de portefeuille à faible volatilité, en tenant strictement compte de la volatilité des

actions détenues et en ignorant leurs corrélations. Dans le cadre d'une approche globale de construction de portefeuille, on pourrait facilement supposer que le portefeuille à faible volatilité serait encore mieux diversifié, et qu'il serait peu probable que d'autres facteurs augmentent la diversification du portefeuille à faible volatilité.

Conclusion

De nombreux rapports de recherche ont déjà traité de la persistance de l'anomalie de la faible volatilité et conclu qu'il s'agit d'une caractéristique réelle et persistante des marchés boursiers mondiaux. Peu de rapports ont toutefois examiné la stabilité des caractéristiques de réduction des risques et de

protection contre les baisses des stratégies à faible volatilité. Comme on l'a noté dans ce document-ci, les plus simples stratégies à faible volatilité peuvent offrir une protection importante contre les pires corrections du marché, et ce, dans divers contextes économiques. En outre, un portefeuille à faible volatilité a été construit en fonction de cet objectif, et il y a très peu à faire pour réduire systématiquement sa volatilité, peu importe les conditions économiques. Par conséquent, si, dans les scénarios économiques les plus probables, un investisseur souhaite augmenter son exposition à d'autres facteurs dans l'espoir d'accroître le rendement prévu de son portefeuille d'actions, il devra généralement prendre un risque additionnel et encaisser davantage de baisses. ■

Bibliographie

- Bodjov, Y. et Lemprière, I. (19 mai 2015). « *Low Volatility Strategies: The Historical Performance* ». Extrait du Canadian Investment Review : http://www.investmentreview.com/files/2015/05/CIR_TDAM-LowVol-Paper-Final-May-2015.pdf
- Haugen, R. A. et Baker, N. L. (1991). « The Efficient Market Inefficiency of Capitalization-Weighted Stock Portfolios ». *The Journal of Portfolio Management*, 35-40.
- Haugen, R. A. et Baker, N. L. (1996). « Commonality in the Determinants of Expected Stock Returns ». *Journal of Financial Economics*, 401-439.
- Haugen, R. A. et Baker, N. L. (27 avril 2012). « Low Risk Stocks Outperform within All Observable Markets of the World ». Extrait du SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2055431

Bibliographie



Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. aux fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. De nombreux facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à ces écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives. Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. Toutes les marques de commerce appartiennent à leurs propriétaires respectifs. ^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion.