

Le rendement des marchés boursiers à moindre risque

Les stratégies à faible volatilité de la TD peuvent aider les investisseurs à obtenir des rendements hautement concurrentiels tout en réduisant de manière importante la volatilité.

La perception du risque par les investisseurs a changé au cours de la dernière décennie et, si la crise de 2008 a certes joué un rôle, elle est loin d'être le seul facteur en cause. L'extrême volatilité, qui a entraîné des variations de 1 000 points ou plus en une seule journée pour les grands indices, est également au cœur de ce changement. Cela a amené de nombreux investisseurs à réévaluer les risques propres aux indices de référence traditionnels et à chercher à obtenir de meilleurs rendements ajustés au risque.

La relation de base entre le risque et le rendement décrite dans la théorie moderne du portefeuille semble tenir le coup lorsque l'on considère les diverses catégories d'actif. En effet, quand un investisseur passe des bons du Trésor aux obligations à plus long terme ou encore aux actions, les risques deviennent plus élevés, tout comme le potentiel de rendement. Mais si l'on se concentre seulement sur les actions, qu'elles soient canadiennes, américaines ou mondiales, les titres dont la volatilité est plus élevée ont moins bien fait que l'ensemble du marché au cours des

50 dernières années. En revanche, en étudiant le cas des actions à relativement faible risque – par exemple, celles des secteurs des services publics et des biens de consommation de base, secteurs qui répondent à une demande qui est moins cyclique et qui sont relativement à l'abri des fluctuations économiques –, l'on peut clairement voir que leur rendement attendu est relativement équivalent à celui de l'ensemble du marché, **tout en étant moins sujet à la volatilité.**

Stratégies à faible volatilité TD

Face à cette situation, Gestion de Placements TD (ci-après, « nous/nos ») a été parmi les premiers à offrir des stratégies d'actions à faible volatilité au Canada grâce au lancement du Fonds en gestion commune à faible volatilité d'actions canadiennes Émeraude TD. Cette solution a pour objectif d'aider les investisseurs institutionnels à obtenir des rendements comparables à ceux des actions canadiennes tout en réduisant de manière importante la volatilité. En outre, contrairement à de nombreuses stratégies destinées à réduire le risque, la stratégie à faible volatilité Émeraude TD n'a pas recours aux produits dérivés, aux ventes à découvert ni aux placements à effet de levier. La stratégie est très transparente et très efficace, car elle repose seulement sur un portefeuille acheteur de titres prudents.

Aujourd'hui, près de neuf ans après son lancement, la stratégie a suscité beaucoup d'intérêt et procuré de solides rendements ajustés au risque, conformément aux attentes établies à partir de nos simulations historiques initiales. Son succès a entraîné le lancement de quatre autres fonds d'actions à faible volatilité à l'intention des investisseurs institutionnels, dont le Fonds en gestion commune à faible volatilité d'actions mondiales Émeraude TD, et a causé une véritable explosion du segment des produits à faible volatilité. À l'échelle mondiale, GPTD figure parmi les cinq plus importants gestionnaires de stratégies d'actions à faible volatilité grâce à des actifs gérés de plus de 20 milliards de dollars¹, au 31 mars 2019.

Construction

Nos portefeuilles sont d'abord basés sur un univers donné d'actions, comme les composantes de l'indice composé S&P/TSX ou de l'indice MSCI Monde ex-Canada. Ces indices sont les indices de référence par rapport auxquels nous pouvons comparer le rendement de nos portefeuilles. Nos fonds à faible volatilité utilisent le risque comme principale mesure pour déterminer l'inclusion, l'exclusion et la pondération optimale des titres dans le portefeuille – une différence marquée par rapport aux indices de référence, qui utilisent la capitalisation boursière comme critère.

De nombreuses études ont conclu qu'il est beaucoup plus efficace de prévoir la volatilité des rendements des actions que les rendements eux-mêmes², ce qui est l'une des raisons importantes pour lesquelles notre processus de placement met l'accent sur le risque plutôt que sur les rendements. Afin d'aider à diversifier le portefeuille, nous utilisons des contraintes qui reposent sur le bon sens, comme des pondérations maximales par pays, secteurs et titres individuels.

Au moyen d'une analyse des écarts-types et des corrélations, nous évaluons le risque que chaque titre présente pour le portefeuille. Les sociétés ayant des

antécédents de rendement très courts et celles qui ont récemment connu des événements importants comme des scissions, des fusions ou des prises de contrôle sont exclues de cette analyse (et de nos portefeuilles). Nous employons les modèles d'évaluation des risques les plus évolués pour estimer les diverses corrélations qui existent entre les nombreuses actions considérées, en partant du principe que les corrélations entre les rendements découlent de sensibilités à des facteurs de risque communs. Par exemple, des baisses du prix du pétrole auront systématiquement une incidence négative sur les producteurs de pétrole, tandis qu'elles favoriseront des consommateurs d'énergie comme les sociétés de transport et les fabricants de produits chimiques.

Caractéristiques

Comme notre processus de construction est fondé sur le risque plutôt que sur la capitalisation, nos portefeuilles sont généralement très différents de leurs indices de référence. Les actions présentant une plus faible volatilité et de plus faibles corrélations avec les autres actions ont tendance à avoir une plus forte pondération. De plus, tous les titres de l'indice ne sont pas inclus, car les actions présentant une plus forte volatilité ou de plus fortes corrélations ont une pondération nulle ou réduite.



Le concept des placements à faible volatilité, exemple simplifié

L'inclusion d'un titre et sa pondération au sein de la stratégie sont déterminées par le niveau de risque qu'il introduit dans l'ensemble du portefeuille. Par exemple, si un investisseur avait réparti 1 000 actions entre cinq portefeuilles (200 actions par portefeuille) en fonction de leur volatilité au cours des cinq dernières années,

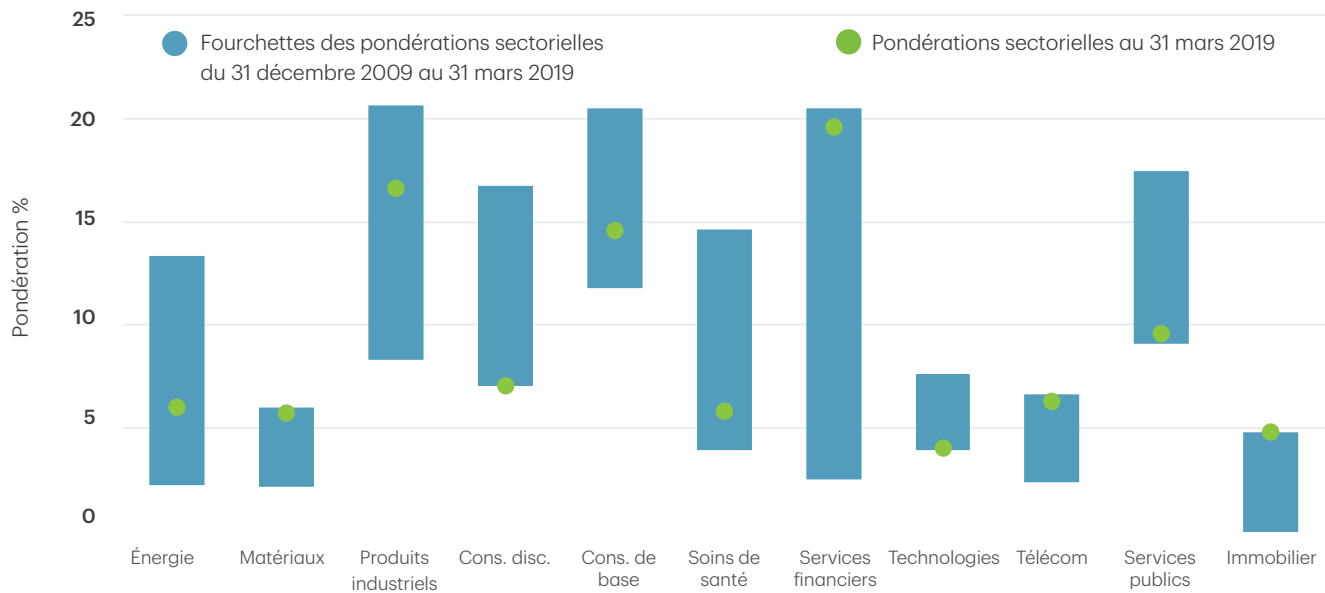
le portefeuille comprenant les actions les moins volatiles aurait réalisé un rendement égal ou supérieur à celui de tous les autres portefeuilles dans 70 % des cas, tandis que le portefeuille le plus volatil aurait uniquement enregistré un rendement supérieur dans 30 % des cas.

¹ Source : eVest, 31 mars 2019. ² Selon Chopra et Ziemba (1993), les erreurs commises lors de l'estimation des rendements attendus sont 10 fois plus importantes que lors de l'estimation de la variance et plus de 20 fois supérieures à celles découlant de l'estimation des covariances.

Nos fonds à faible volatilité sont dynamiques et leurs pondérations sectorielles varient en fonction des fluctuations du risque prévu, mais les secteurs des services publics et des biens de consommation de base sont généralement bien représentés dans nos portefeuilles, car les actions de ces secteurs sont généralement émises par des sociétés dont les technologies et les marchés sont relativement stables (voir le graphique). Les actions des sociétés en forte croissance sont

moins bien représentées, car leurs cours sont généralement très sensibles aux prévisions de flux de trésorerie, qui changent très rapidement. De même, les actions de sociétés dont les ratios de levier financier et économique sont bas sont plus fortement pondérées que les actions de sociétés dont l'endettement est élevé ou dont les coûts fixes ne peuvent pas être facilement modifiés en fonction de la conjoncture économique.

Figure 1 : Les pondérations sectorielles varient en fonction des fluctuations du risque prévu



Pondérations sectorielles du Fonds en gestion commune à faible volatilité d'actions mondiales Émeraude TD. Chaque barre représente la fourchette de pondération d'un secteur du Fonds depuis le 31 décembre 2009, et chaque losange représente la pondération du secteur au 31 mars 2019. Le Fonds a été créé le 22 décembre 2009. Sources : GPTD, MSCI Inc.

Les portefeuilles à faible volatilité TD comptent moins d'actions à mégacapitalisation que leurs indices de référence pondérés en fonction de la capitalisation et plus d'actions à petite ou à moyenne capitalisation. Bien que les titres à petite capitalisation soient en moyenne plus volatils que ceux à grande capitalisation, ce n'est pas toujours vrai. Certaines actions à très grande capitalisation du secteur des technologies de l'information peuvent être beaucoup plus volatiles que certaines actions à plus faible capitalisation des secteurs de la consommation ou des services publics. C'est pourquoi l'évaluation du niveau de risque de chaque action est une composante importante de notre processus.

Rendements

De nombreuses études professionnelles et universitaires concluent que les investisseurs peuvent s'attendre à obtenir à long terme des rendements ajustés au risque plus élevés avec des actions à faible volatilité. Cependant, ces actions ne surpassent pas les actions à forte volatilité dans toutes les situations. Les actions moins volatiles tendent en effet à produire des rendements inférieurs à ceux des actions plus volatiles dans des marchés fortement haussiers. De même,

les portefeuilles d'actions à faible volatilité TD devraient être moins performants que leurs indices de référence pondérés en fonction de la capitalisation lors de ces périodes. Dans ces marchés, caractérisés par un optimisme généralisé et une diminution de l'aversion pour le risque, les actions en forte croissance et plus volatiles ont tendance à s'apprécier plus rapidement que les actions des sociétés plus stables. On observera la tendance contraire dans des marchés baissiers, les portefeuilles à faible volatilité accusant des pertes beaucoup moins importantes que les indices boursiers pondérés en fonction de la capitalisation.

La **figure 2** présente le profil des rendements mensuels au cours des 111 mois qui ont suivi le lancement du Fonds en gestion commune à faible volatilité d'actions mondiales Émeraude TD. Ce profil de rendement devrait être intéressant pour les investisseurs qui sont particulièrement préoccupés par la préservation du capital et qui sont prêts à accepter une certaine sous-performance au cours des bonnes périodes en échange d'une volatilité réduite qui permet d'obtenir des rendements plus constants quand les marchés sont agités.

Figure 2 : Rendements mensuels entre le 1^{er} janvier 2010 et le 31 mars 2019

Force et direction du marché ¹	N ^{bre} de mois	Rendement moyen du Fonds ²	Rendement moyen de l'indice ³	Rendement excédentaire moyen	Taux de succès ⁴
Marché < -2"%	17	-1,80 %	-3,73 %	1,93 %	88 %
Marché à l'intérieur de ± 2"%	52	0,67 %	0,32 %	0,36 %	63 %
Marché > 2"%	42	2,87 %	3,71 %	-0,84 %	21 %

¹ Mesurées par le rendement mensuel de l'indice MSCI Monde ex-Canada. ² Fonds en gestion commune à faible volatilité d'actions mondiales Émeraude TD. ³ Indice MSCI Monde ex-Canada. ⁴ Pourcentage des rendements excédentaires positifs. Source : GPTD.

La **figure 3** présente les rendements annualisés du Fonds en gestion commune à faible volatilité d'actions mondiales Émeraude TD au 31 mars 2019. Le rendement annualisé du Fonds depuis sa création s'élève à 13,93 %, soit 2,06 % de plus que celui de l'indice MSCI Monde ex-Canada au cours de la même période, et sa volatilité des rendements annualisée est de 7,71 %, soit 21 % de moins que la volatilité de 9,78 % de l'indice de référence. Étant donné son

rendement supérieur et sa volatilité inférieure, le Fonds affiche un excellent rendement ajusté au risque (mesuré par le ratio de Sharpe) de 1,71. Le rendement du Fonds en gestion commune à faible volatilité d'actions mondiales Émeraude TD concorde entièrement avec les données historiques à long terme présentées dans nos précédents rapports de recherche.

Figure 3 : Fonds en gestion commune à faible volatilité d'actions mondiales Émeraude TD

Au 31 mars 2019	3 mois	1 an	3 ans	5 ans	Depuis la création ¹	Volatilité ²	Ratio de Sharpe ³
Fonds en gestion commune à faible volatilité d'actions mondiales Émeraude TD	8,23 %	11,36 %	11,60 %	12,91 %	13,93 %	7,71 %	1,71
MSCI Monde ex-Canada	9,92 %	7,81 %	12,00 %	11,17 %	11,87 %	9,78 %	1,13
Écart	-1,69 %	3,55 %	-0,40 %	1,74 %	2,06 %	-2,07 %	0,58

¹ Date de création : 22 décembre 2009. ² La volatilité représente l'écart-type annualisé de tous les rendements mensuels depuis la création. ³ Le ratio de Sharpe est calculé à partir de tous les rendements mensuels. Remarque : Les rendements des périodes excédant un an sont annualisés; il se peut que le total des chiffres ne concorde pas en raison de l'arrondissement des chiffres. Sources : GPTD, MSCI Inc.

Que réserve l'avenir?

Nous avons obtenu des rendements supérieurs à ceux du marché par le passé, mais qu'en sera-t-il à l'avenir? Nous ne nous attendons pas à ce que les rendements futurs soient identiques aux rendements passés, en partie parce que nous prévoyons que les actions à forte et à faible volatilité procureront toutes deux des rendements plus modestes. Cependant, nous nous attendons à ce que les actions à faible volatilité continuent de produire d'intéressants rendements ajustés au risque. En effet, nous pensons que la volatilité, qui a été particulièrement faible au cours des dernières années, augmentera et atteindra des niveaux plus normaux. Dans un contexte de volatilité accrue, nous pensons que les investisseurs trouveront les rendements des actions à faible volatilité, et leur plus grande constance, encore plus intéressants à l'avenir.

Il est vrai que, théoriquement, les actions à faible volatilité pourraient être victimes de leur propre succès. Si les investisseurs n'aiment pas la volatilité, ils se tourneront vers des actifs dont les rendements sont moins volatils.

Ce processus devrait faire monter le cours de ces actifs et donc réduire leurs rendements attendus jusqu'à ce qu'un point d'équilibre soit atteint et que les investisseurs cessent de privilégier un type d'actif ou un autre en raison du niveau de risque associé. Toutefois, plusieurs décennies après que cette théorie a été présentée dans des revues universitaires et qu'elle soit devenue une composante de base de la plupart des manuels scolaires en finance, les études empiriques indiquent que ce point n'a pas encore été atteint.

À mesure que les investisseurs prennent conscience des risques, leurs comportements vont probablement changer et l'avantage des actions à faible volatilité pourrait finir par disparaître lorsque suffisamment de capitaux seront investis en fonction du ratio de Sharpe et que suffisamment d'investisseurs seront prêts à s'écarter considérablement des indices de référence traditionnels, qui sont pondérés en fonction de la capitalisation. D'ici à ce que ce changement de paradigme se produise, nous pensons qu'il y a des occasions à exploiter du côté des actions à faible volatilité et que les premiers investisseurs qui le feront pourraient en être bien récompensés.

Stratégie à faible volatilité et régime de retraite à prestations déterminées – Étude de cas

Les stratégies à faible volatilité peuvent également jouer un rôle très important dans les régimes de retraite à prestations déterminées (RRPD). Vous trouverez ci-dessous une étude de cas qui aide à illustrer les avantages potentiels liés à l'utilisation de stratégies sur actions plus efficaces, comme les stratégies à faible volatilité, pour les RRPD.

La **figure 4** compare diverses stratégies par rapport à un portefeuille composé d'actions pondérées en fonction de la capitalisation et d'obligations à long terme.

Le portefeuille de base est composé à 40 % de l'indice des obligations globales à long terme FTSE Canada, à 40 % de l'indice MSCI Monde ex-Canada et à 20 % de l'indice composé S&P/TSX. Par souci de simplicité, nous avons substitué le rendement de l'indice des obligations globales à long terme FTSE Canada au rendement excédentaire de l'actif après déduction du passif du régime. Au cours de la période de 111 mois couverte par cette étude de cas, en supposant le rééquilibrage mensuel de la répartition cible de l'actif, le portefeuille du scénario de base a dégagé un rendement de l'actif annualisé de 9,11 % et une volatilité du rendement de l'actif de 6,02 %. Si l'on met plutôt l'accent sur le rendement excédentaire de l'actif par rapport au passif, le rendement annualisé est de 2,03 % et présente une volatilité annualisée de 6,63 %.

Figure 4 : Scénarios de composition de l'actif de janvier 2010 à mars 2019

	Asset Return	Asset Volatility	A-L Return ¹	A-L Volatility ²
Scénario de base (actions pondérées en fonction de la capitalisation)	9,11 %	6,02 %	2,03 %	6,63 %
Faible volatilité, mêmes pondérations	10,85 %	5,56 %	3,77 %	4,83 %
Faible volatilité, même degré de risque pour l'actif	12,24 %	6,02 %	5,16 %	6,65 %
Faible volatilité, même degré de risque A-P	12,23 %	6,01 %	5,15 %	6,63 %

¹ Rendement annualisé de l'actif moins le passif. ² Volatilité annualisée de l'actif moins le passif.

La deuxième ligne de la figure présente les résultats obtenus si l'on remplace les actions pondérées en fonction de la capitalisation par les fonds d'actions à faible volatilité TD. L'actif est alors composé à 40 % de l'indice des obligations globales à long terme FTSE Canada, à 40 % du Fonds en gestion commune à faible volatilité d'actions mondiales Émeraude TD et à 20 % du Fonds en gestion commune à faible volatilité d'actions canadiennes Émeraude TD. On observe dans ce cas une augmentation du rendement de l'actif ainsi qu'une baisse de la volatilité de celui-ci. Chose encore plus importante pour le promoteur de régime, le rendement excédentaire de l'actif par rapport au passif est maintenant de 3,77 % tandis que la volatilité du rendement excédentaire de l'actif par rapport au passif a baissé et s'établit à 4,83 %.

Si le promoteur de régime a une cible de volatilité du rendement de l'actif d'environ 6,0 %, il pourrait atteindre celle-ci en augmentant la pondération des fonds d'actions à faible volatilité et en réduisant la pondération des obligations. Si l'on conserve le ratio de 2 pour 1 entre les actions mondiales et canadiennes, la cible de volatilité du rendement de l'actif pourrait être atteinte grâce à une répartition de 17 % dans l'indice des obligations globales

à long terme FTSE Canada, de 55 % dans le Fonds en gestion commune à faible volatilité d'actions mondiales Émeraude TD et de 28 % dans le Fonds en gestion commune à faible volatilité d'actions canadiennes Émeraude TD. Cela fait augmenter encore davantage le rendement de l'actif et produit une volatilité identique à celle du portefeuille de base. Le portefeuille dégage ici un rendement excédentaire de l'actif par rapport au passif de 5,16 % tandis que la volatilité du rendement excédentaire de l'actif par rapport au passif est de 6,65 %, c'est-à-dire similaire à la volatilité du portefeuille de base.

La troisième composition de l'actif combine les actions à faible volatilité et les obligations à long terme afin de générer le même niveau de volatilité du rendement excédentaire de l'actif par rapport au passif que le scénario de base. Le portefeuille est alors composé à 18 % de l'indice des obligations globales à long terme FTSE Canada, à 55 % du Fonds en gestion commune à faible volatilité d'actions mondiales Émeraude TD et à 27 % du Fonds en gestion commune à faible volatilité d'actions canadiennes Émeraude TD. Un tel portefeuille dégagerait un rendement excédentaire de 5,17 %, un résultat pratiquement identique à celui du scénario précédent.



Les énoncés du présent document sont fondés sur des sources jugées fiables. Lorsque de tels énoncés sont fondés en partie ou en totalité sur des renseignements provenant de tiers, leur exactitude et leur exhaustivité ne sont pas garanties. Le présent document n'a pas pour but de fournir des conseils personnels financiers, juridiques, fiscaux ou de placement; il ne sert qu'à des fins d'information. Les graphiques et les tableaux sont utilisés à des fins d'illustration et ne reflètent pas des valeurs ou des variations futures. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Tous les produits comportent du risque. La notice d'offre contient des informations importantes sur les fonds en gestion commune et nous vous encourageons à la lire avant d'investir. Veuillez vous en procurer un exemplaire. Les taux de rendement indiqués sont les rendements composés annuels totaux historiques incluant les changements dans la valeur unitaire et le réinvestissement de toute distribution. Les taux, revenus de placement et valeurs unitaires varient pour tous les fonds. Les données fournies se rapportent aux rendements antérieurs et ne sont pas garanties du rendement futur. Les parts des fonds ne constituent pas des dépôts au sens de la Loi sur la Société d'assurance-dépôts du Canada ou toute autre société d'État d'assurance-dépôts et ne sont pas garanties par La Banque Toronto-Dominion. Les stratégies et les titres en portefeuille des fonds communs de placement peuvent varier. Les fonds Émeraude TD sont gérés par Gestion de Placements TD Inc. 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 les 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. Divers facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à ces écarts. On ne doit pas se fier indûment aux déclarations prospectives. Les rendements des indices ne sont fournis qu'à des fins de comparaison. Les indices ne sont pas gérés et leurs rendements n'incluent aucuns frais de vente ou d'acquisition, car de tels frais réduiraient leur rendement. On ne peut investir directement dans un indice. 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.