

Réduire le risque des portefeuilles avec des actions à faible volatilité

Jean-François Fortin
Vice-président,
Actions en gestion quantitative,
Gestion de Placements TD Inc.

La diversification est peut-être l'un des concepts les plus mal compris en finance. Perçue comme le seul « avantage gratuit » en matière de placement, elle est trop souvent considérée comme une simple combinaison de différentes catégories d'actif.

Le célèbre économiste Harry Markowitz a été le premier à exposer la théorie de la diversification de portefeuille en 1952, dans son ouvrage précurseur intitulé *Portfolio Selection*¹, où il indiquait que les actifs ayant des corrélations inférieures à 1 peuvent être réunis en un portefeuille moins risqué que la somme de ses parties. Les idées de Markowitz sont aujourd'hui bien connues dans le milieu des placements. Pourtant, nombreux sont ceux qui ne comprennent pas qu'une approche simpliste en matière de diversification de portefeuille n'entraîne pas toujours une baisse de la volatilité et peut même exposer les investisseurs à un risque de baisse lorsqu'ils ont le plus besoin de protection.

Lorsqu'il s'agit de réduire le risque lié aux actions en tant que telles, ainsi que le risque global d'un portefeuille équilibré, les actions à faible volatilité peuvent jouer un rôle stratégique. Investir dans des actions à faible volatilité – c'est-à-dire des sociétés non cycliques dont les bénéfices sont stables et les cours, non volatils – peut être un moyen efficace pour les investisseurs réfractaires au risque de réduire celui de leur portefeuille tout en maintenant une exposition aux actions, et ce, même en présence d'autres actifs corrélés à faible risque. En remplaçant les actions pondérées en fonction de la capitalisation par des actions à faible volatilité, en tout ou en partie, les investisseurs peuvent obtenir des rendements comparables sur un cycle d'investissement complet avec une réduction significative du risque global du portefeuille. Ce phénomène tend à persister, quels que soient le marché, la volatilité et les régimes de corrélation.

¹Markowitz, H. (1952). *Portfolio selection*. *The Journal of Finance*, 7(1), 77.



Quand la diversification échoue

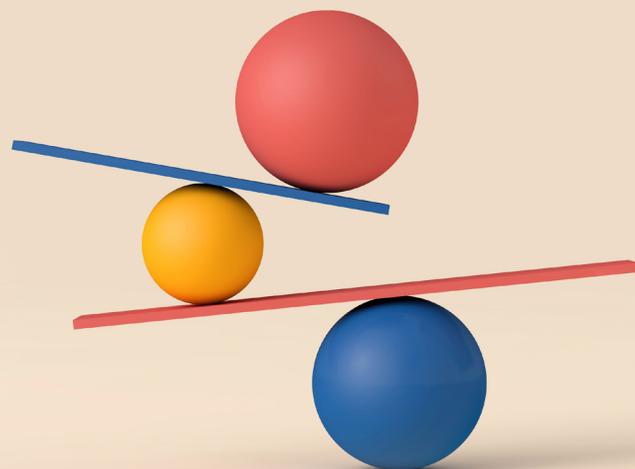
Il est facile d'associer diversification et réduction du risque. Si deux actifs n'évoluent pas de manière parfaitement synchrone, leur combinaison devrait être moins risquée que chacun d'eux pris individuellement. C'est le principe de base de la diversification d'un portefeuille. Mais son fondement – la non-corrélation entre deux actifs – peut être ébranlé en période de tensions sur les marchés. Un dicton financier dit qu'en période de crise, toutes les corrélations sont égales à 1.

C'est exactement ce qui s'est produit en 2022. Le portefeuille 60/40² – qui a longtemps été le modèle de base de la diversification des portefeuilles, a enregistré sa pire année depuis la grande crise financière de 2008. Les obligations et les actions ont toutes deux chuté dans un contexte d'inflation galopante, de hausse des taux d'intérêt et de ralentissement de la croissance économique. La prémisse fondamentale du portefeuille 60/40 est la corrélation négative durable entre les obligations et les actions : lorsque les actions augmentent, les obligations diminuent, et vice versa. Or, lorsque cette relation disparaît, comme en 2022, les avantages attendus de la diversification disparaissent également.

L'expérience vécue en 2022 nous rappelle que, même si la diversification entre les catégories d'actif est nécessaire pour réduire le risque, elle n'est pas toujours suffisante. De plus, les investisseurs qui font fi du risque propre à la catégorie d'actif pourraient sacrifier la protection contre les baisses en cas de nouvelle crise.

²Le portefeuille 60/40 est composé à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations. Il est conçu pour équilibrer le potentiel de croissance des actions à long terme avec les propriétés défensives des obligations.

L'expérience vécue en **2022** nous rappelle que, même si la diversification entre les catégories d'actif est nécessaire pour réduire le risque, elle n'est pas toujours suffisante.

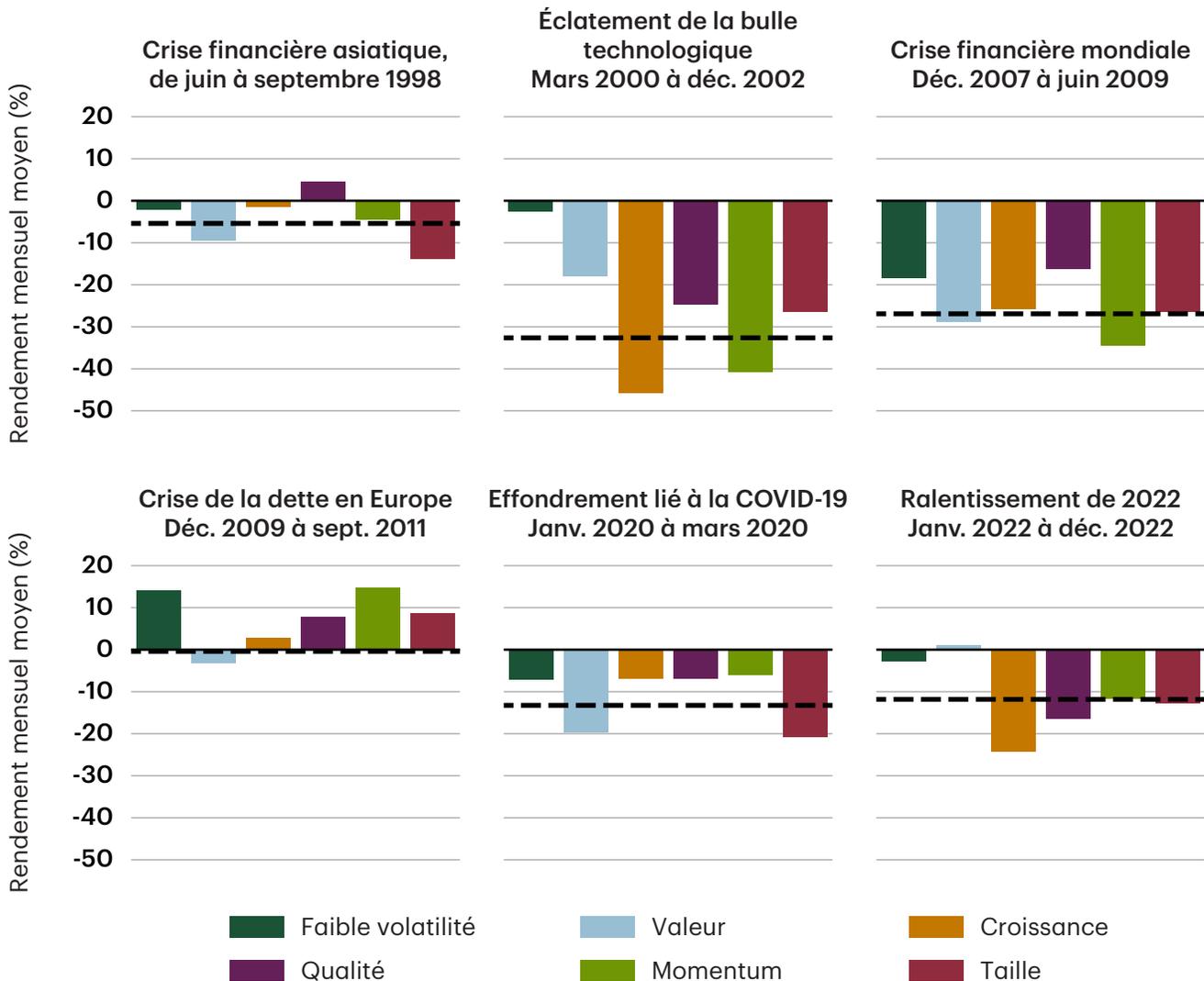


Résister à un effondrement des actions

En tant que stratégie autonome, les actions à faible volatilité se sont avérées remarquablement résistantes, réduisant systématiquement le risque et la participation aux baisses dans une multitude de régimes de marché. Le **graphique 1** présente le rendement de certains des styles de placement les plus populaires au cours des six pires crises des

25 dernières années. Dans chaque cas, le style à faible volatilité a procuré une protection contre les baisses, surpassant de façon fiable presque tous les autres styles d'actions, souvent de façon importante. La faible volatilité a également été le seul style à surpasser le marché (représenté par une ligne pointillée) au cours des six crises.

Graphique 1 : Rendement des styles en période de crise



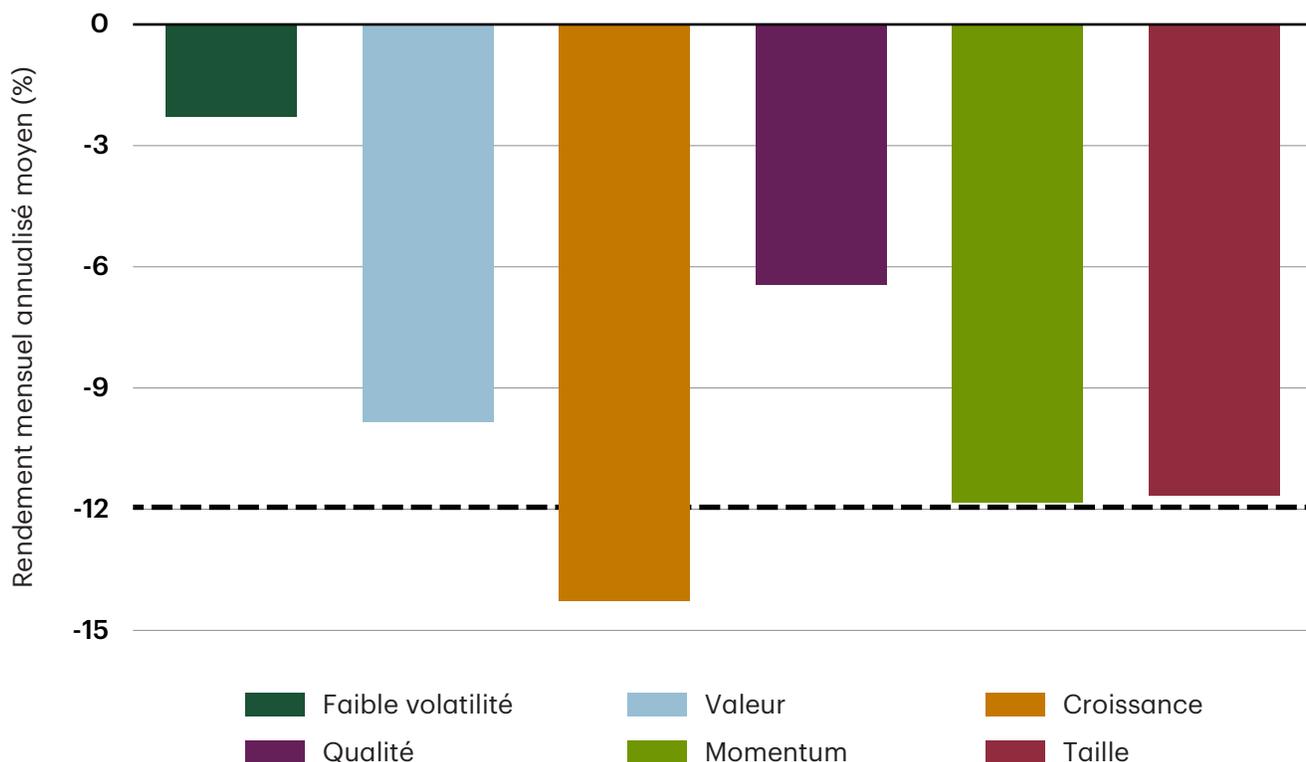
Remarque : Les facteurs mondiaux de faible volatilité, de valeur, de croissance, de qualité, de momentum et de taille sont représentés par l'indice MSCI Monde volatilité minimum, l'indice de valeur MSCI Monde, l'indice de croissance MSCI Monde, l'indice de qualité MSCI Monde, l'indice de momentum MSCI Monde et l'indice des titres de petite et moyenne cap. MSCI Monde, respectivement. Les lignes pointillées correspondent au rendement de l'indice MSCI Monde.

Source : MSCI, Gestion de Placements TD Inc. Au 31 mai 2023.

Bien que le style à faible volatilité n'ait pas obtenu les meilleurs résultats dans toutes les crises, il s'est classé parmi les meilleurs. Toutefois, la détermination a posteriori du style le plus performant pour chaque période n'est utile que si les investisseurs peuvent prédire avec précision le type de crise qui se produira ensuite. En l'absence d'une telle clairvoyance, les investisseurs réfractaires au risque devraient envisager de se concentrer sur l'obtention du meilleur résultat escompté si n'importe laquelle de ces crises

devait se produire de manière aléatoire. Pour ce faire, nous pouvons comparer le rendement moyen de chaque style d'actions pour les six crises. Cette analyse, présentée dans le **graphique 2**, montre que le style à faible volatilité surpasse largement, en moyenne, tous les autres styles de placement. Par conséquent, la diversification dans d'autres styles d'actions n'aurait fait que réduire le rendement attendu de l'investisseur dans les marchés baissiers.

Graphique 2 : Rendement moyen à travers les crises



Remarque : Le rendement mensuel annualisé moyen correspond au rendement annualisé moyen sur la période de 94 mois couvrant les six crises présentées dans le graphique 1.

Source : MSCI, Gestion de Placements TD Inc. Au 31 mai 2023.

Croissance

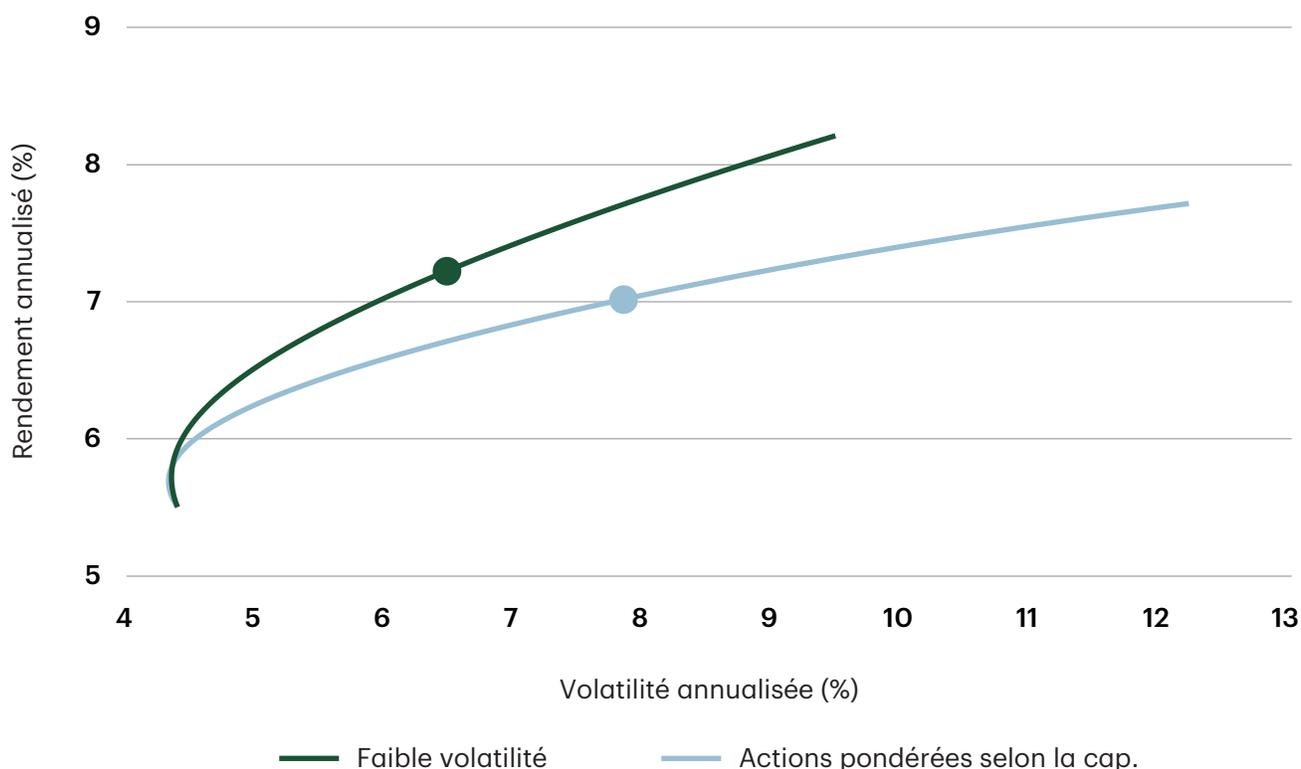
Gérer le risque de portefeuille

L'analyse ci-dessus montre que les actions à faible volatilité ont surpassé les autres styles d'actions pendant les pires crises des 25 dernières années. Examinons maintenant leurs propriétés de réduction du risque dans le contexte du portefeuille équilibré classique sur à peu près la même période.

Commençons par un portefeuille entièrement composé d'obligations et ajoutons progressivement

des actions traditionnelles pondérées en fonction de la capitalisation boursière. Plus la part des actions augmente, plus la volatilité – et le rendement attendu – du portefeuille équilibré augmentent. Nous effectuons ensuite le même exercice en utilisant des actions à faible volatilité plutôt que des actions pondérées en fonction de la capitalisation boursière. Les résultats sont indiqués dans le **graphique 3**.

Graphique 3 : Compromis risque/rendement



Remarque : Les actions à faible volatilité et pondérées en fonction de la capitalisation boursière sont représentées par l'indice MSCI Monde et l'indice MSCI Monde volatilité minimum, respectivement. Les marqueurs sur chaque courbe correspondent à une pondération actions-obligations de 60/40. Les obligations sont représentées par l'indice des obligations universelles FTSE Canada. Nous supposons un rééquilibrage mensuel et aucuns frais d'opération.

Source : FTSE, MSCI et Gestion de Placements TD Inc. Données du 29 juillet 1994 au 31 mai 2023.

Le **graphique 3** montre que le remplacement des actions pondérées en fonction de la capitalisation boursière par des actions à faible volatilité dans un cadre simple obligations-actions a historiquement mené à un risque plus faible et à un rendement ajusté au risque plus élevé à presque tous les niveaux de composition de l'actif. Cette réduction du risque est

obtenue malgré la corrélation légèrement plus élevée entre les obligations et les actions à faible volatilité, par rapport à celle entre les obligations et les actions pondérées en fonction de la capitalisation boursière (la corrélation est d'environ 0,34 pour les actions à faible volatilité et de 0,22 pour les actions pondérées en fonction de la capitalisation boursière sur l'ensemble de l'échantillon historique).

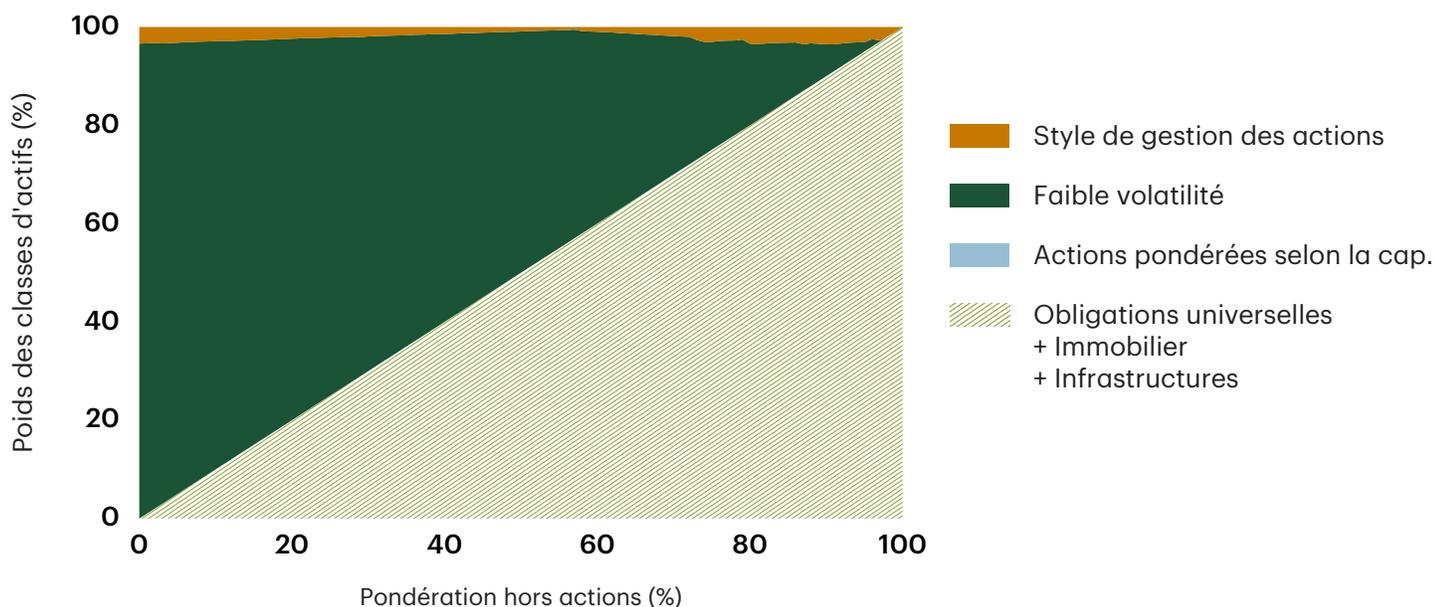
Certains observateurs ont laissé entendre que la forte corrélation entre les actions à faible volatilité et les obligations signifie que les investisseurs peuvent renoncer à certains des avantages de diversification offerts par les actions pondérées en fonction de la capitalisation dans un portefeuille traditionnel d'obligations et d'actions. Toutefois, au cours des 28 dernières années, cela n'a été vrai que pour les portefeuilles dont la pondération en obligations était d'environ 90 % ou plus. Pour tous les autres portefeuilles, les investisseurs auraient obtenu de meilleurs rendements ajustés au risque en détenant des actions à faible volatilité. En effet, la volatilité absolue plus faible de ces actions par rapport aux actions pondérées en fonction de la capitalisation compense largement leur corrélation légèrement plus élevée avec les obligations.

Nous observons les mêmes résultats lorsque nous élargissons l'analyse pour y intégrer d'autres styles

d'actions et des actifs alternatifs. À titre d'exemple, nous attribuons d'abord une pondération fixe à chaque catégorie d'actif autre que les actions³, puis déterminons la pondération des actions qui réduit au minimum la volatilité ex ante de l'ensemble du portefeuille.

Les résultats sont présentés dans le **graphique 4**. Pour des niveaux faibles de titres à revenu fixe et d'actifs alternatifs, la partie « actions » du portefeuille à variance minimale est composée presque exclusivement d'actions à faible volatilité. À mesure que nous augmentons la pondération des obligations et des placements alternatifs, le portefeuille à variance minimale nécessite l'ajout d'un plus grand nombre de styles d'actions (principalement des actions à petite capitalisation). Mais ici aussi, pour chaque portefeuille dont la pondération en obligations et en placements alternatifs est de 90 % ou moins, les actions à faible volatilité offrent de loin la plus importante réduction du risque global du portefeuille.

Graphique 4 : Portefeuille à variance minimale



Remarque : Les obligations, les actions pondérées en fonction de la capitalisation et les actions à faible volatilité sont représentées par l'indice des obligations universelles FTSE Canada, l'indice MSCI Monde et l'indice MSCI Monde volatilité minimum, respectivement. En ce qui concerne les infrastructures, nous utilisons l'indice Dow Jones Brookfield Global Infrastructure de 2003 à 2023. Avant 2003, nous calculons la moyenne de l'indice Dow Jones Global Telecommunications et de l'indice Dow Jones Global Utilities. Pour l'immobilier, nous utilisons une moyenne simple de l'indice FTSE NAREIT All REITs (un indicateur pour les biens immobiliers cotés en bourse) et de l'indice NCREIF Property (un indicateur pour les biens immobiliers non cotés). Les styles d'actions comprennent les facteurs de valeur, de croissance, de qualité, de momentum et de taille, et sont représentés par l'indice de valeur MSCI Monde, l'indice de croissance MSCI Monde, l'indice de qualité MSCI Monde, l'indice de momentum MSCI Monde et l'indice des titres de petite et moyenne cap. MSCI Monde, respectivement.

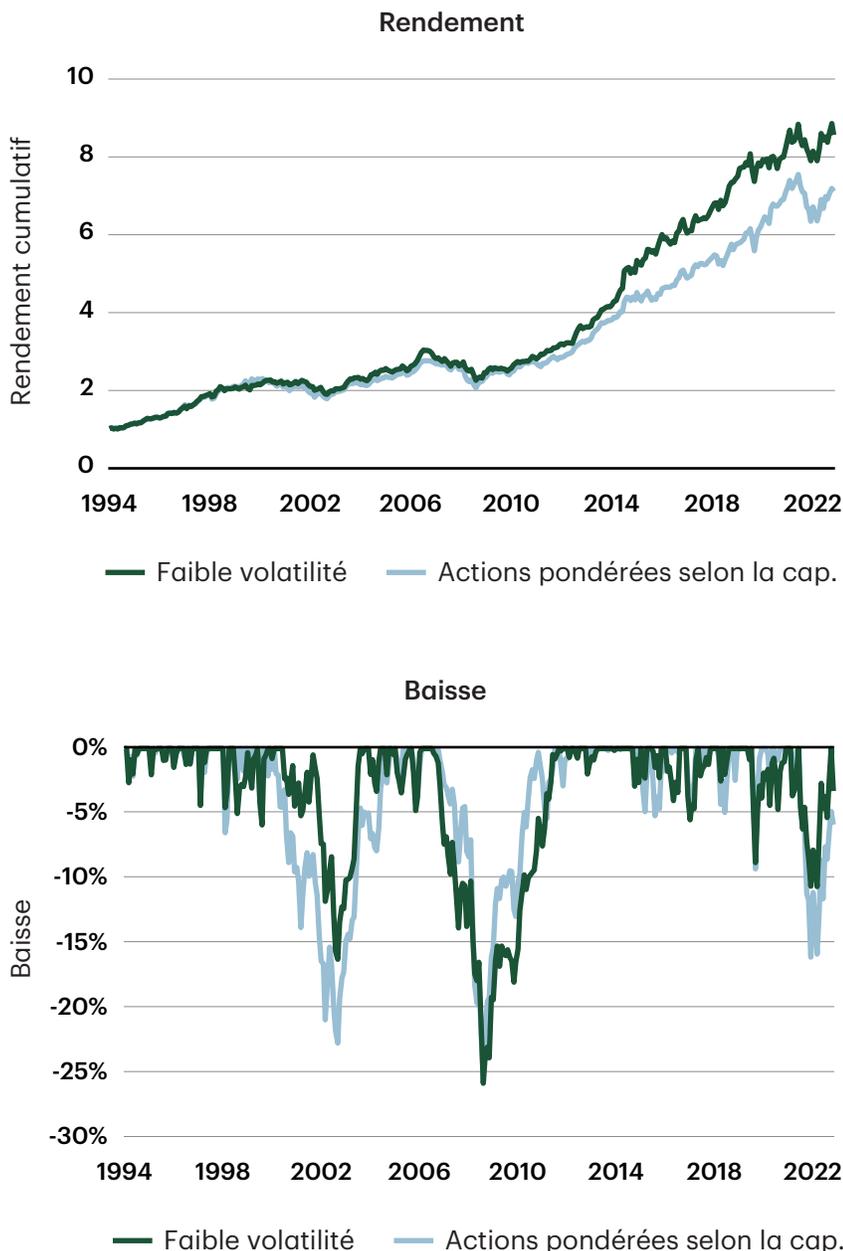
Source : Bloomberg Finance L.P., FTSE, MSCI, Gestion de Placements TD Inc. Données du 29 juillet 1994 au 31 mai 2023.

³ Pour cet exercice, nous avons choisi une combinaison de 70 % d'obligations, de 15 % d'immobilier et de 15 % d'infrastructures. Les résultats sont également valables pour d'autres combinaisons d'obligations, d'immobilier et d'infrastructures.

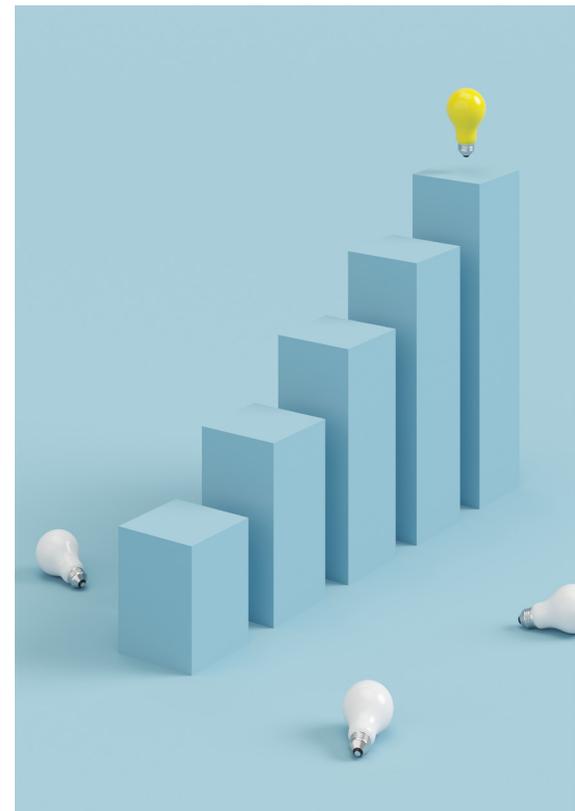
Faire une place au risque

Une autre façon d'envisager la propriété de réduction du risque des actions à faible volatilité est de considérer qu'elles libèrent de l'espace dans le budget de risque des investisseurs. Elles leur permettent ainsi de détenir davantage d'actions ou d'autres actifs axés sur le rendement. Le **graphique 5** illustre cette situation avec deux portefeuilles classiques 60/40, l'un utilisant des actions pondérées en fonction de la capitalisation boursière et l'autre, des actions à faible volatilité. Le risque absolu plus faible des actions à faible volatilité signifie que le portefeuille peut accroître sa pondération en actions de près de 19 % par rapport à son pendant pondéré en fonction de la capitalisation (c'est-à-dire 79 % contre 60 %) tout en visant le même niveau de volatilité ex post. La pondération accrue des actions améliore le rendement attendu du portefeuille sans entraîner une augmentation correspondante de la volatilité ou un risque de baisse.

Graphique 5 : Deux portefeuilles présentant un risque égal



Remarque : Le portefeuille actions-obligations pondéré en fonction de la capitalisation est un portefeuille 60/40 composé d'actions pondérées en fonction de la capitalisation et d'obligations. Le portefeuille à faible volatilité est un portefeuille obligations-actions composé d'actions à faible volatilité et d'obligations. Le portefeuille à faible volatilité est construit de manière à afficher la même volatilité ex post que le portefeuille 60/40 pondéré en fonction de la capitalisation boursière. Les actions à faible volatilité et pondérées en fonction de la capitalisation boursière sont représentées par l'indice MSCI Monde volatilité minimum et l'indice MSCI Monde, respectivement. Les obligations sont représentées par l'indice des obligations universelles FTSE Canada. Nous supposons un rééquilibrage mensuel et aucuns frais d'opération.



Source : FTSE, MSCI et Gestion de Placements TD Inc. Données du 29 juillet 1994 au 31 mai 2023.

Conclusion

Les stratégies à faible volatilité peuvent aider les investisseurs réfractaires au risque à surmonter les turbulences des marchés et à réduire le risque au niveau de la composition globale de l'actif, même lorsque combinées à d'autres actifs défensifs comme les obligations et les placements alternatifs. Comparativement à d'autres options de réduction du risque, les actions à faible volatilité offrent bon nombre des avantages des actions pondérées en fonction de la capitalisation boursière (c.-à-d. des

rendements comparables sur un cycle de placement complet, un faible coût, une facilité de mise en œuvre et une liquidité), mais avec un risque moindre et une participation moindre aux baisses. De plus, en utilisant les actions à faible volatilité pour faire de la place dans leur budget de risque lié aux actions, les investisseurs peuvent affecter une plus grande partie de ce budget de risque à d'autres actifs axés sur le rendement afin d'accroître leur rendement attendu. ■

Stratégie



Volatilité



Les renseignements contenus dans le présent document ne servent qu'à des fins d'information. 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.

Ce document ne constitue pas une offre destinée à une personne résidant dans un territoire où une telle offre est illégale ou n'est pas autorisée. Ces documents n'ont été examinés par aucune autorité en valeurs mobilières ni aucun autre organisme de réglementation dans les territoires où nous exerçons nos activités et ne sont pas enregistrés auprès de ceux-ci.

Toute discussion ou opinion générale contenue dans ces documents concernant les titres ou les conditions du marché représente notre point de vue ou celui de la source citée. Sauf indication contraire, il s'agit de points de vue exprimés à la date indiquée et sous réserve de changement. Les données sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification du portefeuille sont historiques et peuvent changer.

Ce document peut contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs reflètent les attentes et les projections actuelles à l'égard d'événements ou de résultats futurs en fonction des données actuellement disponibles. Ces prévisions et projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir, car des événements qui n'ont pas été prévus ou pris en compte dans leur formulation pourraient se produire et entraîner des résultats sensiblement différents de ceux exprimés ou implicites. Les énoncés prospectifs ne garantissent pas le rendement futur et il faut éviter de s'y fier.

Source : London Stock Exchange Group plc et les entreprises du groupe (collectivement, le « groupe LSE »). ©Groupe LSE, 2023. FTSE Russell est le nom commercial de certaines des sociétés membres du groupe LSE. « FTSE^{MD} », « Russell^{MD} » et « FTSE Russell^{MD} » sont des marques de commerce des sociétés membres du groupe LSE concernées et sont utilisées sous licence par toute autre société membre du groupe LSE. « TMX^{MD} » est une marque de commerce de TSX Inc. et est utilisée sous licence par le groupe LSE. Tous les droits à l'égard des données et des indices de FTSE Russell sont acquis auprès de la société membre du groupe LSE concernée à qui appartiennent l'indice ou les données. Ni le groupe LSE ni ses concédants de licence n'acceptent de responsabilité pour les erreurs ou les omissions dans les indices ou les données, et aucune partie ne peut se fier aux indices ou aux données de la présente communication. Aucune autre diffusion des données du groupe LSE n'est autorisée sans l'accord écrit de la société membre du groupe LSE concernée. Le groupe LSE ne recommande et ne parraine pas le contenu de la présente communication ni n'en fait la promotion.

Tous les indices mentionnés sont des indices de référence largement acceptés pour les placements et représentent des portefeuilles de placements non gérés. On ne peut investir directement dans un indice. Les renseignements sur les indices permettent de comparer les résultats d'une stratégie de placement à ceux d'un indice boursier largement reconnu. Il n'est pas prétendu qu'un tel indice soit un indice de référence approprié pour une telle comparaison. Les résultats d'un indice ne reflètent pas les commissions et les coûts associés à la négociation. La volatilité d'un indice peut être très différente de celle d'une stratégie, et les placements du portefeuille peuvent différer grandement des titres composant l'indice.

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.

Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (« GPTD ») et Epoch Investment Partners, Inc. (« TD Epoch »). GPTD et TD Epoch sont des sociétés affiliées et des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion.

^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.