

Choisir une stratégie à faible volatilité efficace grâce au bêta stratégique : Deuxième d'une série de 3 articles

Le bêta stratégique permet aux investisseurs de cibler des expositions efficacement dans le but d'engendrer des résultats précis dans leur portefeuille. Au fur et à mesure que les institutions se tournent vers des indices de référence axés sur des résultats et des risques plus ciblés, les bêtas stratégiques feront probablement partie intégrante de leur approche. Dans cette série d'articles, nous examinons la façon dont les institutions utilisent le bêta stratégique et attirons l'attention sur des solutions clés qui, selon nous, améliorent l'efficacité d'un portefeuille canadien ou dégagent des résultats précis concrets. Dans notre premier article, nous avons fait le point sur l'utilisation du bêta stratégique dans le présent marché. Nous portons maintenant notre attention sur l'amélioration de l'efficacité des portefeuilles d'actions en utilisant un bêta stratégique à faible volatilité, où volatilité s'entend du risque total ou de l'écart-type.

Réduire le risque des portefeuilles d'actions

La majorité des institutions canadiennes possèdent déjà des actions à faible volatilité et les autres étudient encore si, et de quelle manière, elles devraient profiter d'une telle exposition¹. Réduire la volatilité pour améliorer l'efficacité du portefeuille est un objectif valable pour un certain nombre de raisons :

- Un taux de rendement négatif nécessite proportionnellement un rendement positif plus élevé pour récupérer les pertes en dollars. Par exemple, un portefeuille qui a subi une baisse de 10 % doit enregistrer un rendement de 11 % pour revenir à son point de départ; alors qu'un portefeuille qui a reculé de 5 % a besoin de seulement 5,3 % pour arriver au même résultat.
- Limiter les pertes aide les investisseurs à gérer leur réaction aux fluctuations des marchés.
- Une plus faible volatilité libère du budget de risque qui peut être alloué ailleurs pour générer des rendements supérieurs.
- Dans la mesure où la volatilité du passif est moins élevée, l'actif à faible volatilité peut servir de couverture.

Une grande partie de la recherche sur l'exposition aux titres à faible volatilité porte essentiellement sur leur capacité surpasser l'ensemble des marchés. Les opinions à savoir s'il s'agit ou non d'une attente raisonnable divergent. *Nous croyons que les investisseurs s'en tireront mieux en utilisant un bêta à faible volatilité pour cibler une exposition au risque spécifique au sein de leurs portefeuilles, non pas parce qu'ils pourraient surpasser l'ensemble des indices de référence, mais parce que ces portefeuilles seront positionnés rigoureusement pour dégager les résultats souhaités.*

Il existe deux façons de réduire la volatilité de l'ensemble du portefeuille.

- Combiner différents bêtas**, incluant les bêtas stratégiques qui sont loin d'être parfaitement corrélés. Les bêtas stratégiques visent habituellement des résultats précis, des anomalies comportementales ou des dysfonctionnements structurels qui peuvent être pris en compte d'une façon transparente et que l'on retrouve dans les actions, les obligations et d'autres classes d'actif. Les bêtas stratégiques sont offerts dans le cadre de différentes stratégies fondamentales et fondées sur des règles, au moyen de produits comme les FNB et les fonds communs de placement institutionnels. Des études ont montré que des facteurs comme la valeur, la faible capitalisation et le momentum ont de faibles corrélations entre eux et que ces rapports changent avec le temps, de sorte qu'en les combinant de façon judicieuse le risque du portefeuille pourrait être réduit.⁶ Également, les bêtas stratégiques sont souvent complémentaires à la sélection active des titres qui tient compte du risque intrinsèque en plus des bêtas du marché.⁷ Les investisseurs peuvent prendre en compte les faibles corrélations entre les bêtas soit en combinant les indices ou en intégrant les expositions au bêta directement au niveau des actions, cette dernière solution tend à générer de meilleurs résultats rajustés en fonction du risque⁸.
- Investir dans des actions à faible volatilité** en utilisant une stratégie fondée sur des règles ou une gestion active. Le reste de cet article se concentrera sur cette approche. Dans l'un ou l'autre cas, les investisseurs doivent bien comprendre la nature des portefeuilles en question et leur comportement lors de différentes conjonctures de marché et par rapport aux autres titres en portefeuille.

Réduire jusqu'à 40 % la volatilité totale du portefeuille en utilisant des stratégies fondées sur des règles

Les investisseurs doivent d'abord établir la priorité des résultats souhaités et déterminer la façon de mesurer le succès. En examinant les solutions possibles, il faut tenir compte des comportements et des corrélations des actifs dans les conditions normales et extrêmes des marchés, et la façon dont les expositions des stratégies se comparent aux lacunes actuelles du fonds.

Pour illustrer l'incidence des différentes stratégies à faible volatilité fondées sur des règles, nous comparons leur effet dans un portefeuille utilisant les répartitions moyennes des régimes de retraite canadiens à prestations déterminées au 31 décembre 2014⁹. (Nous excluons les petites répartitions aux « Fonds de couverture et autres » qui ne peuvent pas être modélisées.) Nous imposons des restrictions minimales et maximales à ces répartitions pour nous permettre de créer une frontière efficiente et nous utilisons les estimations de BMO GMA pour le rendement attendu moins élevé et le contexte de risques au cours des cinq prochaines années. En utilisant ces hypothèses et ces contraintes, nous avons produit la frontière bleue du **Graphique 1**. (Pour en savoir davantage sur nos hypothèses et nos contraintes, veuillez communiquer avec votre gestionnaire relationnel.)

Notre objectif consiste à déterminer dans quelle mesure une exposition à une faible volatilité est préférable à l'exposition à l'ensemble du marché dans un portefeuille efficient et son incidence sur le risque total du portefeuille. La répartition moyenne de l'actif d'un régime canadien prévoit un écart-type ou risque de 4,9 % illustré par la ligne verticale dans le **Graphique 1**, ce qui correspond à un rendement prévu de 5,5 %. Étant donné que la composition moyenne n'est pas efficiente et se situe en dessous de la frontière bleue, le point de départ de notre analyse s'est penchée sur la composition la plus efficiente au même niveau de risque que la moyenne (4,9 %), soit la Combinaison A dans le **Tableau 1**.

En utilisant les mêmes restrictions régionales que celles de la frontière bleue, nous avons créé deux autres frontières dans le **Graphique 1** qui incluent des stratégies fondées sur des règles axées sur les actions à faible volatilité en tant que catégories d'actif distinctes.

- La frontière brune est basée sur l'hypothèse que les actions à faible volatilité enregistreront un rendement inférieur à celui de l'ensemble des marchés de l'ordre de 50 points de base; les écarts-types et les corrélations demeurent conformes aux rapports historiques. Au même rendement que la Combinaison A, la Combinaison B indique que le modèle alloue 3 % de plus aux actions s'il peut avoir accès aux bêtas à faible volatilité, même en présumant une diminution du rendement, avec une réduction du risque total du portefeuille de 0,4 %.
- La frontière verte présume une prime de rendement pour les actions à faible volatilité conformément au rendement généré dans chaque marché au cours des dix dernières années lorsque les actions à faible volatilité ont surpassé le marché dans son ensemble. Au même niveau de rendement que la Combinaison A et que la Combinaison B, le modèle précise une plus faible pondération aux placements alternatifs pour deux raisons :
 - Le compromis risque-rendement plus favorable des titres à faible volatilité par rapport au bêta du marché, et
 - La plus grande efficience de la combinaison totale permet une plus grande exposition aux obligations à rendement- risque moins élevé.

Cela permet une réduction du risque de 1,9 % (soit 40 % de la Combinaison A).

Dans les deux cas, le bêta à faible volatilité canadien n'est pas retenu par le modèle parce qu'il est fortement corrélé avec les actions à faible volatilité dans les autres marchés : dans la mesure où les investisseurs choisissent moins d'actions à faible volatilité dans les autres marchés mondiaux, l'on peut s'attendre à ce que la pondération en actions canadiennes augmente.

GRAPHIQUE 1 : RÉDUIRE JUSQU'À CONCURRENCE DE 1,9 % LA VOLATILITÉ GLOBALE DU FONDS EN UTILISANT UN BÊTA STRATÉGIQUE FONDÉ SUR DES RÈGLES
Frontières efficientes en supposant des rendements futurs moins élevés sur l'ensemble des marchés

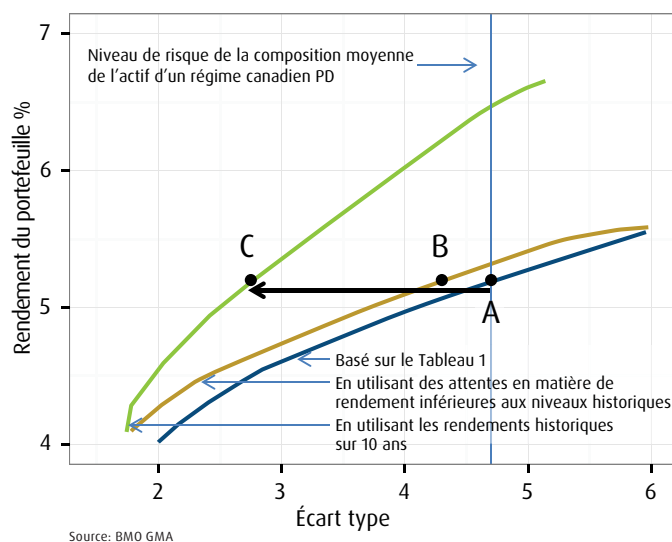


Tableau 1

Stratégie / Classe d'actif	Pondérations des combinaisons d'actifs (%)		
	A	B	C
Total des titres à revenu fixe	33	30	40
Indice composé plafonné S&P/TSX	10	10	13
FNB BMO d'actions canadiennes à faible volatilité			
Indice S&P 500 (\$ CA)	8		
FNB BMO d'actions américaines à faible volatilité en \$ CA		8	8
Indice MSCI EAEO en \$ CA	8		
FNB BMO d'actions internationales à faible volatilité e \$ CA		10	17
Indice MSCI Marchés émergents en \$ CA	7	8	
Total des actions	33	36	38
Total des placements alternatifs	35	35	22
Total général	100	100	100
Rendement prévu	5,2	5,2	5,2
Risque prévu	4,7	4,3	2,8
Rendement/risque	1,1	1,2	1,9

Source: BMO GMA, Bloomberg

Rendement des titres à faible volatilité par rapport à l'ensemble du marché

Nous ne croyons pas qu'il soit constructif d'investir dans un bêta à faible volatilité en espérant surpasser le bêta du marché. Normalement, l'on s'attend à ce que les actions qui résistent le mieux aux baisses offrent moins de possibilités de hausse et se traduisent par des rendements stables, mais, avec le temps, inférieurs à ceux du marché, parce que les marchés ont davantage tendance à monter qu'à baisser. Pour savoir si les stratégies à faible volatilité surpassent le marché dans son ensemble, il faut tenir compte des facteurs suivants :

- si leur encaissement des hausses est supérieur à leur encaissement des baisses, et;
- si les marchés affichent une tendance à la hausse ou à la baisse pendant la période de détention.

À certaines étapes du cycle, les actions à faible volatilité puissent afficher un rendement supérieur, ces étapes sont habituellement difficiles à cerner. Alors que plusieurs études expliquent la raison du rendement supérieur à long terme, de nombreux indicateurs suggèrent que les actions à faible volatilité se négocient actuellement à des prix élevés. Néanmoins, nous soulignons ci-après les principales conclusions de la recherche à l'appui des actions à faible volatilité qui surpassent le marché dans son ensemble:

- Pour les gestionnaires, les actions à faible volatilité offrent peu de possibilités de toucher des primes liées au rendement, ce qui les rend moins attrayantes.²
- De nombreux investisseurs évitent les actions qui n'ont plus la cote (les titres de valeur) et paient trop cher pour une croissance prospective. En conséquence, les actions à faible prix, qui sont moins volatiles, enregistrent un rendement supérieur aux actions plus chères et plus volatiles.³
- De nombreux investisseurs acceptent volontiers le risque qui relève du hasard (écart-type) à la recherche de rendements robustes. Nombre d'investisseurs jouent à l'argent.⁴
- Les actions risquées offrent un exutoire aux investisseurs à la recherche de rendements élevés qui ne peuvent utiliser du levier ou qui l'ont en aversion.⁵

Choisir la bonne stratégie fondée sur des règles!

Il y a un surprenant éventail de bêtas stratégiques à faible volatilité. Par conséquent, les investisseurs doivent connaître les compromis qu'ils sont prêts à accepter à l'égard de leurs propres objectifs. Des exemples d'objectifs du portefeuille peuvent inclure la diminution de la volatilité des actions, l'amélioration de la diversification et la production de rendements supérieurs au marché. *Classer ces objectifs par ordre de priorité aide à choisir la stratégie qui répond le mieux à nos besoins.* Étudions ces stratégies de plus près.

Comme la méthode d'élaboration varie grandement d'une stratégie à l'autre, le **Tableau 2** fournit plus d'information sur leurs caractéristiques et les résultats. Les différences dans la méthode d'élaboration vont des règles de répartition sectorielle à une réduction de l'écart-type par rapport au bêta du marché. *Ces variations ont une incidence marquée sur l'issue de l'expérience des investisseurs.*

- Réduction de la volatilité des actions : Nous avons examiné trois bêtas stratégiques à faible volatilité et avons constaté qu'au cours d'une période commune de rendement (août 2012 à décembre 2015), elles ont enregistré des écarts-types annualisés similaires, se situant entre 6,7 % et 6,8 %.
- Diversification améliorée : Pour déterminer si la stratégie en question améliore ou non la diversification du portefeuille, il faut tenir compte des titres détenus par les investisseurs et dans quelle mesure ils s'harmonisent. On note une grande dispersion des expositions aux secteurs dans les trois stratégies, plus particulièrement dans les fiducies de placement immobilier (FPI) et le secteur de l'énergie.
- Les trois stratégies présentaient de solides ratios d'encaissement des hausses et des baisses du marché, mais ceux de la Stratégie A sont particulièrement supérieurs, en hausse lorsque les marchés baissent. Dans la mesure où les portefeuilles d'actions canadiennes des investisseurs sont corrélés au marché dans son ensemble, la Stratégie A est sans doute la meilleure pour améliorer la diversification.
- Rendements élevés : Alors que les stratégies B et C ont enregistré des rendements similaires, ceux de la Stratégie A étaient nettement plus élevés.

Suivre ce type d'analyse mène à de meilleures décisions quant au choix et à l'utilisation du bêta stratégique.

TABLEAU 2 : COMPARAISON DE STRATÉGIES D' ACTIONS CANADIENNES À FAIBLE VOLATILITÉ
Août 2012 à décembre 2015

	Stratégie A	Stratégie B	Stratégie C	Indice composé S&P/TSX
% d'encaissement des hausses et des baisses du marché	93 / -19	89 / 60	75 / 32	
% Pondérations par secteur*	FPI : 9 Énergie : 8	FPI : 28 Énergie : 0	FPI : 6 Énergie : 16	FPI : 2 Énergie : 18
% Rendements annualisés	16.5	8.5	8.9	6.5

Source: Bloomberg * Au 31 décembre 2015

Réduction similaire de la volatilité totale du portefeuille au moyen d'une stratégie de gestion active à faible volatilité

Nous avons effectué une analyse similaire en utilisant des stratégies de gestion active qui génèrent des résultats à plus faible volatilité. En utilisant les restrictions du **Tableau 1**, nous avons créé une frontière efficace permettant de choisir entre les bêtas des marchés et des stratégies de gestion active qui peuvent présenter des caractéristiques de faible volatilité dans ces marchés. Ces stratégies ne ciblent pas spécifiquement les actions à faible volatilité, mais affichent les caractéristiques de faible volatilité ou faible bêta illustrées dans le **Tableau 3**. Elles ont le potentiel de générer une valeur ajoutée.

Les hypothèses de rendement et de risque étaient basées sur leurs rapports historiques avec les marchés, adaptées à notre contexte de rendement futur moins élevé. Les résultats sont affichés dans le **Tableau 4** : le modèle préfère en quelque sorte les stratégies actives dans tous les marchés boursiers. Au total, le risque du portefeuille est ramené à 2,8 % pour un rendement de 5,2 %.

Prochaine étape

Réduire la volatilité totale en tant qu'objectif clé peut être réalisé par la diversification de l'ensemble du marché et les bêtas stratégiques, ou en accédant directement à des expositions à faible volatilité. Les stratégies fondées sur des règles et les stratégies gérées activement offrent des possibilités de réduction significative des risques.

Le prochain et dernier article de cette série portera sur les stratégies fondées sur le bêta stratégique qui améliorent l'efficacité totale des fonds.

Auteurs

Terrie Miller, CFA, Vice-présidente principale et chef des solutions stratégiques
Howard Lee, M.Sc., FRM, Analyste principal des solutions stratégiques

Pour plus d'informations, veuillez communiquer avec :

Normand Vachon

Vice-président - Développement des affaires et service à la clientèle institutionnelle

Tél. : 514 877-8279 normand.vachon@bmo.com

TABLEAU 3 : STRATÉGIES ACTIVES DE BMO GMA¹⁰ À FAIBLE BÊTA

Bêta à faible volatilité inhérent aux stratégies actives		
Indices de référence	Stratégie	Exposition au bêta de faible volatilité
Indice composé plafonné S&P/TSX	Fonds alpha intelligent d'actions canadiennes BMO Gestion d'actifs	0,7
Indice MSCI Monde en \$ CA	Stratégie d'actions mondiales de dividendes BMO Gestion d'actifs	0,8
Indice MSCI Marchés émergents en \$ CA	BMO Fonds des marchés en développement	0,9

Source BMO GMA, Bloomberg Les expositions au bêta à faible volatilité illustrées sont générées à partir d'une régression de chaque stratégie par rapport à l'indice à faible volatilité de son marché au cours des dix dernières années.

TABLEAU 4 : LES STRATÉGIES ACTIVES À FAIBLE VOLATILITÉ AMÉLIORENT CONSIDÉRABLEMENT L'EFFICACITÉ DU PORTEFEUILLE

Pondérations des combinaisons d'actifs (%)			
Stratégie / Classe d'actif	% pondération		
	Combinaison A	Combinaison B	
Total bonds	32	41	
Fonds alpha intelligent d'actions canadiennes BMO Gestion d'actifs		10	
Indice composé plafonné S&P/TSX	10		
Stratégie d'actions mondiales de dividendes BMO Gestion d'actifs		15	
Indice S&P 500 (\$ CA)	8		
Indice MSCI EAEO en \$ CA	8		
BMO Fonds des marchés en développement en \$ CA		4	
Indice MSCI Marchés émergents en \$ CA	7	6	
Total des actions	33	35	
Total des placements alternatifs	35	24	
Total général	100	100	
Rendement prévu	5,2	5,2	
Risque prévu	4,8	2,8	
Rendement/risque	1,1	1,9	

Source: BMO GMA, Bloomberg

Notes de bas de page

1. Russell Indices : Smart Beta, A Deeper Look at Asset Owner Perceptions, Rolf Agather, avril 2014
2. Baker et Haugen (2012), « Low Risk Stocks Outperform within All Observable Markets of the World », page 11
3. Baker, Malcolm, Brendan Bradley et Jeffery Wurgler (2011). « Benchmarks as Limits to Arbitrage: Understanding the Low-Volatility Anomaly » Financial Analysts Journal, vol. 67, no 1 (janvier/février).
4. Jones Dorn, Anne, Dorn, Daniel et Sengmueller, Paul, « Trading as Gambling » (12 octobre 2012)
5. Jensen, Michael C., Fischer Black et Myron Scholes (1972). « The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests ». Publié dans Studies in the Theory of Capital Markets, éd. par M.C. Jensen. New York Stock Exchange
6. Une étude clé sur le sujet est « The Surprising Alpha from Malkiel's Monkey and Upside-Down Strategies », par Robert Arnott, Jason Hsu, Vitali Kalesnik et Phil Tindall, The Journal of Portfolio Management, été 2013
7. HSBC GAM, White Paper, mars 2015 par Alexander Davey et Stephen Tong
8. Tiré du document Global Quantitative Research Monthly de Nomura Global Markets Research, 26 janvier 2015
9. Site Web de l'ACGCR; fourchettes et indices de référence fixés par BMO GMA
10. Toutes les données historiques portent sur la période comprise entre le 1er juillet 2005 et le 30 juin 2015, et sont fondées sur les rendements réels, sauf pour les périodes suivantes de données fictives : FNB BMO d'actions canadiennes à faible volatilité : 1er juillet 2015 au 31 octobre 2011 / FNB BMO d'actions américaines à faible volatilité : 1er juillet 2005 au 31 janvier 2013 / FNB BMO d'actions internationales à faible volatilité : 1er janvier 2016 au 30 septembre 2015 / Stratégie d'actions mondiales de dividendes : 1er juillet 2005 au 30 mai 2012 / Alpha intelligent d'actions canadiennes : 1er juillet 2005 au 30 juin 2011

MC/© Marques de commerce/marques de commerce déposées de la Banque de Montréal, utilisées sous licence.

Les renseignements fournis dans les présentes ne constituent pas une sollicitation d'offre d'achat ni une offre de vente de titres et ne doivent pas être considérés comme des conseils de placement. Les rendements antérieurs ne sont pas garants du rendement futur.

Tous droits réservés. Les renseignements figurant dans les présentes : 1) sont confidentiels et propres à BMO Gestion d'actifs inc. (« BMO GA »); 2) ne peuvent être reproduits ni diffusés sans le consentement préalable écrit de BMO GA, et 3) proviennent de sources externes jugées fiables, mais n'ont pas été vérifiés de façon indépendante. BMO GA et les membres de son groupe ne donnent aucune garantie et ne font aucune déclaration quant à l'utilisation ou aux résultats des renseignements figurant dans les présentes en ce qui a trait à la pertinence, à l'exactitude, à l'actualité, à la fiabilité ou à un autre aspect de ces renseignements, et elles déclinent toute responsabilité en cas de pertes ou de dommages découlant de leur utilisation.