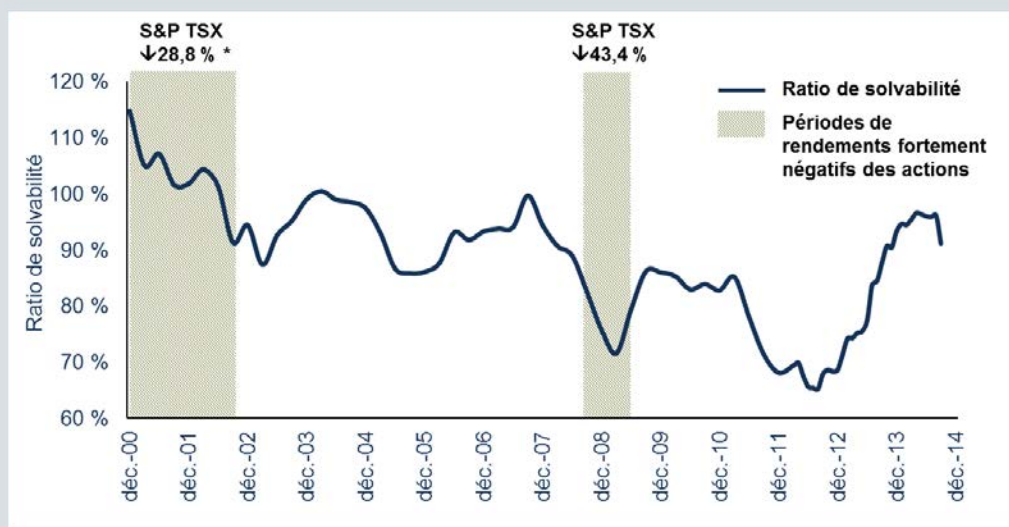


Stratégies d'investissement 2015

Solutions pratiques pour réduire les risques : les stratégies d'actions à faible volatilité

Avec les rendements importants générés par les marchés boursiers au cours des cinq dernières années, les portefeuilles institutionnels sont généralement en bien meilleure santé qu'ils ne l'étaient dans la foulée de la crise financière de 2008. La capitalisation des régimes de retraite s'est considérablement améliorée depuis deux ans et malgré une légère détérioration à la fin de 2014 provoquée par les baisses des taux d'intérêt à long terme, plusieurs régimes sont maintenant pleinement capitalisés ou près de l'être. D'autres types d'investisseurs institutionnels, comme les fondations et les fonds de dotation, se retrouvent avec un actif plus grand que celui des dernières années.

Figure 1 : Ratio de solvabilité médian des régimes de retraite canadiens



*Au total, l'indice composé S&P/TSX a chuté de 43,2 % durant la période du 31 août 2000 au 30 septembre 2002.
Source : Aon Hewitt

Dans un tel contexte, plusieurs investisseurs cherchent à mettre ces gains à l'abri et tentent maintenant de réduire le risque de leurs portefeuilles. De façon générale, il existe trois types de stratégies pour gérer le risque des portefeuilles institutionnels.

- **Augmenter la durée de l'actif.** Pour les caisses de retraite, la première étape consiste habituellement à allonger la durée (ou la sensibilité aux fluctuations des taux d'intérêt) de leur portefeuille soit par une augmentation de la part de placements à revenu fixe ou par la

prolongation de la durée de celle-ci. Il s'agit d'une étape on ne peut plus logique, car l'inadéquation de la sensibilité aux fluctuations des taux d'intérêt de l'actif d'un régime et celle de son passif constitue une source de risque importante. En effet, pour plusieurs investisseurs, la réduction du risque passe par l'achat d'obligations à long terme. Compte tenu des faibles taux d'intérêt actuels, plusieurs investisseurs sont toutefois réticents à entreprendre cette étape maintenant. (Pour obtenir un exposé détaillé sur cette démarche et sur la raison pour laquelle les investisseurs devraient l'envisager malgré la faiblesse actuelle des taux d'intérêt, veuillez consulter notre article intitulé *Solutions pratiques pour réduire les risques : les caisses de retraite et le risque de taux d'intérêt*.)

- **Diversifier le risque lié aux actions.** L'autre source principale de risque d'investissement dans un portefeuille institutionnel type est le risque lié aux actions. La plupart des portefeuilles institutionnels détiennent de larges parts d'actions, souvent 50 % du portefeuille ou plus – et cette catégorie d'actif est généralement non corrélée avec les changements de valeurs du passif au titre du régime de retraite; il peut en résulter une volatilité du provisionnement du régime. Pour contrer ce risque, les investisseurs peuvent réduire la part d'actions et augmenter celle des autres éléments d'actif sources de rendement, comme l'immobilier, les infrastructures ou les stratégies de rendement absolu liquides, en misant sur leur capacité à réduire le risque de volatilité excédentaire ou, à tout le moins, à améliorer le profil de risque/rendement attendu des éléments d'actif.
- **Restructurer l'attribution aux actions.** Un autre moyen de réduire le risque pour les investisseurs institutionnels consiste à appliquer une stratégie d'actions à faible volatilité. Cette approche vise à réduire le risque sans sacrifier le rendement attendu (ou le moins possible) des actions, en conservant en outre la liquidité, la simplicité et les frais et charges comparativement plus faibles des actions, par rapport à d'autres sources de rendement.

Que sont les stratégies d'actions à faible volatilité?

Les stratégies d'actions à faible volatilité sont des portefeuilles d'actions qui visent à offrir une diminution substantielle du risque – qu'on parle de volatilité (l'écart type des rendements) ou de « risque de baisse » (le risque de subir une perte) – tout en générant des rendements à long terme comparables aux stratégies d'actions traditionnelles. On place habituellement sous cette étiquette les portefeuilles à variance minimum gérés de manière quantitative avec l'objectif clair de réduire la volatilité des rendements le plus possible. Elle peut cependant inclure les stratégies de revenu du capital ou de dividendes, ou d'autres stratégies traditionnelles dont le principal objectif ou résultat secondaire est une réduction importante de la volatilité. Alors qu'on peut relever d'importantes différences entre les stratégies, on s'attend généralement à ce que les stratégies à faible volatilité présentent de 20 à 30 % moins de risque que les stratégies d'actions traditionnelles.

La recherche a démontré que ces stratégies auraient en effet généré des rendements plus élevés que les stratégies traditionnelles dans le passé et qu'il y a lieu de penser qu'elles pourraient

encore le faire à l'avenir.¹ Bien que cela puisse être le cas, il ne fait aucun doute que le **risque est plus faible** et que les **rendements corrigés en fonction du risque sont plus élevés** pour les stratégies à faible volatilité que pour les stratégies d'actions traditionnelles, ce qui les rend particulièrement attrayantes comme éléments d'actif à ajouter aux portefeuilles institutionnels.²

Réduire le risque à l'aide de stratégies d'actions à faible volatilité

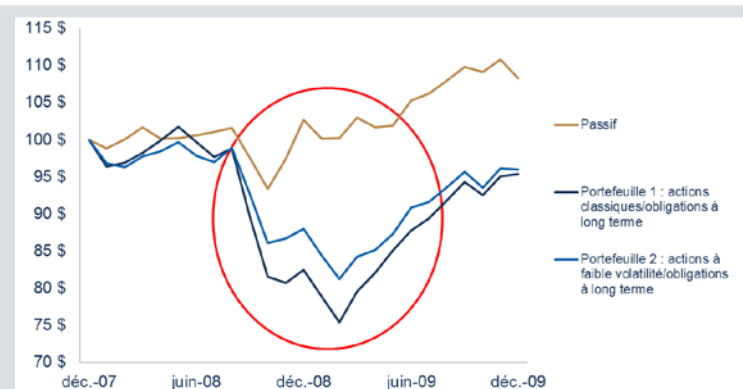
Pour illustrer la réduction possible du risque total d'un portefeuille offerte par une stratégie à faible volatilité, nous avons examiné les rendements de portefeuilles hypothétiques durant deux périodes de chute des marchés boursiers et des taux d'intérêt, soit la crise financière de 2008 et la correction des marchés boursiers de 2014; ces reculs avaient provoqué une baisse de la valeur des éléments d'actif et de la situation de capitalisation des régimes de retraite et des autres investisseurs institutionnels.

Ces illustrations représentent un régime de retraite ayant pour objectif de gérer son actif en fonction de ses engagements, mais les principes et les conclusions qu'elles véhiculent s'appliquent également à d'autres investisseurs dont les objectifs peuvent varier.

La figure 2 montre la période de 2008 à 2009, alors que la crise financière provoquait un effondrement spectaculaire des marchés boursiers mondiaux et une chute dramatique des taux d'intérêt. Le trait doré illustre la variation prévue de la valeur des engagements du régime, en utilisant des obligations à long terme³ en guise de mesure. Comme on peut le voir, les engagements du régime ont augmenté au cours de la période, sous l'effet de la chute des taux d'intérêt.

Le trait bleu montre le rendement de deux portefeuilles dont le risque a été réduit par rapport à un portefeuille traditionnel de départ composé d'actions et d'obligations classiques. Les risques

Figure 2 : Crise financière de 2008⁴



Remarque : cet exemple n'est présenté qu'à titre indicatif et ne représente aucunement le rendement d'un investissement présent ou futur.

¹ D'autres recherches sur les rendements historiques des portefeuilles à faible volatilité peuvent être consultées dans Haugen et Baker, « The efficient market inefficiency of capitalization-weighted stock portfolios », *The Journal of Portfolio Management*, printemps 1991, ou Blitz et Van Vliet, « The Volatility Effect : Lower Risk Without Lower Return », *The Journal of Portfolio Management*, automne 2007.

² Pour un exposé plus détaillé sur les rendements attendus des stratégies d'actions à faible volatilité, veuillez consulter notre article d'août 2013, *Actions à faible volatilité : revoir la contribution des actions en fonction du risque et du rendement des portefeuilles*.

³ Nous utilisons l'indice global des obligations à long terme FTSE TMX Canada comme mesure du rendement des engagements d'un régime de retraite.

⁴ Pour simplifier, les portefeuilles illustrés sont composés de 40 % d'obligations, 30 % d'actions canadiennes et 30 % d'actions mondiales. La part d'obligations est représentée par l'indice global des obligations à long terme FTSE TMX Canada. Les actions classiques sont représentées par l'indice composé plafonné S&P/TSX et l'indice MSCI Monde (net), tandis que les actions à faible

du portefeuille 1 ont été atténués en remplaçant les obligations de l'indice universel par des obligations à long terme, allongeant ainsi la durée de la composante de titres à revenu fixe d'environ 7 ans à près de 14 ans. La réduction du risque du portefeuille 2 s'est faite en deux étapes, passant des actions conventionnelles à des actions à faible volatilité et des obligations de l'indice universel à des obligations à long terme.

Ce graphique démontre clairement qu'en périodes de baisse des marchés d'actions et des taux d'intérêt, toute attribution aux actions conduira à une détérioration du provisionnement du régime; il montre également qu'un portefeuille d'investissement visant à maintenir l'état de capitalisation du régime doit être immunisé grâce à des obligations dont la durée concorde avec la période d'investissement. Dès qu'un investisseur détient des actions, il prend un risque. Cela étant dit, le portefeuille 2 perd beaucoup moins de sa valeur pendant une phase baissière, car les stratégies à faible volatilité conservent nettement mieux leur valeur que l'ensemble du marché, pendant un repli.

Figure 3 : Correction boursière de l'automne 2014⁵



Ce fait peut aussi être illustré grâce à un exemple plus récent – la correction boursière survenue à l'automne de 2014. Après une période de gains importants, les marchés d'actions sont tombés et les rendements obligataires ont vivement reculé; en effet, le taux de l'obligation du Canada à 30 ans a glissé de 2,78 à 2,36 % pendant la période de six mois terminée le 30 décembre.

Comme illustré à la figure 3, la chute des taux d'intérêt a entraîné une forte hausse de la valeur des engagements du régime. Une fois de plus, même si le fait de détenir quelle qu'action que ce soit était néfaste pour le rendement, le portefeuille au risque réduit par une stratégie d'actions à faible volatilité (portefeuille 2) a obtenu un rendement supérieur, en termes relatifs.

volatilité sont constituées à partir de l'indice de volatilité minimum MSCI Monde et de l'indice de volatilité minimum MSCI Canada. On peut effectuer des analyses du même type avec différentes hypothèses de composition d'actif et de référence.

⁵ Idem.

Conséquences à long terme

Nous admettons que les marchés d'actions et les taux d'intérêt ont tous deux reculé à seulement deux occasions précises. Le rendement relatif de ces portefeuilles aurait été différent si nous avions choisi d'autres périodes, et de stratégies différentes avec leurs particularités (certaines stratégies à faible volatilité peuvent se comporter très différemment des autres). Et ce sont bien sûr les rendements à long terme, et non seulement en périodes d'extrême faiblesse, qui comptent pour les investisseurs à long terme.

Cela dit, nous pouvons généraliser et affirmer qu'à long terme, les stratégies à faible volatilité peuvent conduire à un risque beaucoup moins grand et des rendements comparables pour les portefeuilles. À la figure 4, on peut voir la volatilité par rapport au passif d'un régime de retraite pour les deux portefeuilles de nos exemples précédents. Au cours de la période représentée dans le graphique, la volatilité (ou indice de déviation par rapport au passif) du portefeuille 1 est nettement plus élevée que celle du portefeuille 2.

Figure 4 : Indice de déviation de l'actif du portefeuille par rapport au passif⁶

| % d'actions/% d'obligations | Portefeuille 1 : actions classiques et obligations à long terme | Portefeuille 2 : actions à faible volatilité et obligations à long terme |
|-----------------------------|---|--|
| 70 % / 30 % | 9,3 % | 6,8 % |
| 60 % / 40 % | 7,9 % | 5,8 % |
| 50 % / 50 % | 6,6 % | 4,8 % |
| 40 % / 60 % | 5,3 % | 3,9 % |
| 30 % / 70 % | 4,0 % | 2,9 % |
| 20 % / 80 % | 2,6 % | 1,9 % |

La période illustrée se situe entre mai 2001 et décembre 2014, selon les données disponibles des indices de volatilité minimum MSCI. Remarque : Cet exemple n'est présenté qu'à titre indicatif et ne représente aucunement le rendement d'un investissement présent ou futur.

On peut voir également les résultats de diverses répartitions en actions et en obligations. Notons, par exemple, qu'avec une part de 50 % d'obligations à long terme et de 50 % d'actions classiques, le portefeuille 1 devrait afficher une volatilité comparable à celle du portefeuille 2, composé de 30 % d'obligations à long terme et de 70 % d'actions à faibles volatilité. Bien qu'il soit peu probable qu'un régime de retraite doté d'une politique de réduction du risque procède à une telle modification de répartition de l'actif, cette illustration suggère que les actions à faible volatilité libèrent une part du « budget de risque » suffisante pour permettre d'explorer une autre répartition de l'actif et d'autres possibilités de rendement en fonction du risque.

Points à considérer par les investisseurs

Avant d'intégrer une stratégie d'actions à faible volatilité dans leur portefeuille, les investisseurs institutionnels devraient prendre les éléments suivants en considération :

- **Rendements attendus.** Cette question ressemble à celle que se posent les investisseurs qui choisissent entre un gestionnaire traditionnel orienté vers la valeur et un gestionnaire axé sur la croissance. Quels sont les rendements auxquels peut s'attendre un investisseur en fonction de la structure actuelle de son portefeuille d'actions par rapport à celle d'un portefeuille d'actions à faible volatilité? La recherche démontre que les stratégies d'actions à faible

⁶ La part d'obligations est représentée par l'indice global des obligations à long terme FTSE TMX Canada. Les actions classiques sont représentées par l'indice composé plafonné S&P/TSX et l'indice MSCI Monde (net), tandis que les actions à faible volatilité sont constituées à partir de l'indice de volatilité minimum MSCI Monde et de l'indice de volatilité minimum MSCI Canada. On peut effectuer des analyses du même type avec des hypothèses de référence différentes.

volatilité auraient égalé ou surpassé le rendement des marchés historiquement, et qu'il y a des raisons de croire qu'elles continueront de le faire à l'avenir. Pourtant, les investisseurs devraient recevoir une compensation pour assumer une volatilité plus grande dans leurs portefeuilles d'actions. Par conséquent, un investisseur devrait accepter de renoncer à une certaine part de rendement en échange d'une réduction considérable du risque, mais ses convictions en matière de placements et ses priorités (recherche de rendement ou réduction du risque) influenceront le choix de ces stratégies.

- **Effet attendu sur l'ensemble du risque et du rendement du portefeuille.** On s'attend que les stratégies d'actions à faible volatilité réduisent à la fois la volatilité du provisionnement du régime et les baisses de celui-ci durant les périodes de grande faiblesse des rendements des actions. L'investisseur peut-il utiliser la part du « budget de risque » libérée par les actions à faible volatilité pour tenter d'obtenir des rendements plus élevés dans d'autres segments du portefeuille (par exemple, les obligations mondiales ou à rendement élevé, dans l'attribution aux titres à revenu fixe)?
- **Répartition du portefeuille d'actions.** Les actions à faible volatilité devraient-elles remplacer complètement les actions classiques, ou représenter seulement une partie du portefeuille d'actions, dans une structure à plusieurs gestionnaires ou à plusieurs stratégies?
- **Gouvernance.** Les stratégies à faible volatilité sont plus difficiles à comparer et seront certainement soumises à des périodes de surrendements et de sous-rendements importants par rapport aux larges indices de référence traditionnels. L'investisseur peut-il tolérer une telle volatilité des rendements *relatifs* et ses successeurs le pourront-ils à leur tour?
- **Choisir une stratégie à faible volatilité.** Comme toute autre stratégie d'investissement, les stratégies à faible volatilité ne sont pas toutes égales. Comprendre le processus d'investissement est essentiel pour se forger des attentes appropriées à l'égard des diverses stratégies de ce groupe.

Conclusion

Comme plusieurs régimes de retraite s'approchent ou même surpassent leur pleine capitalisation, et que diverses institutions se retrouvent avec un actif plus grand que par le passé, il devient de plus en plus important que ces investisseurs protègent une partie de leurs gains pour soutenir leurs objectifs à long terme. De nombreux investisseurs envisagent donc des moyens appropriés de réduire le risque de leurs portefeuilles.

Le risque de taux d'intérêt est le risque le plus attentivement suivi, mais le risque lié aux actions peut s'avérer l'une des plus grandes sources de risque pour les portefeuilles institutionnels, sinon la plus grande. Passer d'une stratégie d'actions classiques à une stratégie d'actions à faible volatilité peut être un moyen efficace de réduire le risque d'un portefeuille, même pour les investisseurs dont les engagements à long terme concordent mieux avec des obligations à durée longue.

L'avantage des stratégies d'actions à faible volatilité est de pouvoir conserver plusieurs des bienfaits associés aux stratégies d'actions traditionnelles – rendements à long terme comparables, liquidité, simplicité et frais et charges relativement bas – tout en assurant une importante réduction du risque.

Pour de plus amples détails, veuillez communiquer avec votre gestionnaire de portefeuille institutionnel PH&N, ou composez le 1 855 408-6111 ou encore écrivez-nous à institutions@phn.com.

VANCOUVER

Waterfront Centre, 20^e étage
200, rue Burrard
Vancouver (Colombie-Britannique)
V6C 3N5 Canada
T 604-408-6000

TORONTO

22^e étage
155, rue Wellington Ouest
Toronto (Ontario)
M5K 3K7 Canada
T 416-974-2710

MONTRÉAL

1, Place Ville Marie
6^e étage, Aile nord
Montréal (Québec)
H3B 1Z5 Canada
T 514-876-1256

Ce document est fourni par Phillips, Hager & North gestion de placements (PH&N GP) à titre d'information uniquement; il ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de PH&N GP. Il ne constitue pas un avis professionnel et ne doit en aucun cas être considéré comme tel.

PH&N GP prend des mesures raisonnables pour offrir des informations qu'elle considère comme à jour, exactes et fiables, au moment de mettre sous presse. L'information obtenue de tiers est considérée comme digne de foi, mais aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite par PH&N GP, ses sociétés affiliées ou toute autre personne quant à leur exactitude, leur intégralité ou leur bien-fondé. Nous déclinons toute responsabilité quant à des erreurs ou des omissions, quelles qu'elles soient. Les points de vue et opinions exprimés dans le présent document sont ceux de PH&NGP et peuvent changer sans préavis. Cette information ne doit pas être considérée comme une offre ou une sollicitation pour la vente ou l'achat de titres ni pour se prévaloir ou s'inscrire à des services.

PH&NGP est une division de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., une filiale indirecte en propriété exclusive de la Banque Royale du Canada.

MD / MC Marque(s) de commerce de la Banque Royale du Canada. Utilisées sous licence.

© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., 2015. Date de publication : le 12 février 2015. IC1501120

