REYL
innovative banking

MARKET INSIGHT

Juin / Juillet
2019

REYL
innovative banking

L'ATTRAIT DES STRATÉGIES À FAIBLE VOLATILITÉ

MARCO BONAVIRI
SENIOR PORTFOLIO MANAGER

« C'est un fait mathématique bien connu en finance : pour surperformer sur le long terme il est plus important de limiter les dommages en marchés baissiers que de maximiser la performance en marchés haussiers. »

Si l'on se réfère au passé, le marché haussier des actions qui a démarré en 2009 dans le sillage de la crise financière mondiale est plus proche de la fin que du début. L'engouement pour les stratégies en actions défensives refait ainsi surface après plus de 10 ans d'une hausse quasi ininterrompue des indices boursiers. Il existe une pléthore de définitions de ce qu'est une stratégie en actions défensives[1], mais nous préférons nous baser sur les objectifs de celle-ci : réduction de la volatilité et de la perte maximale (maximum drawdown), ainsi que surperformance ajustée au risque. Les stratégies à faible volatilité (Low Vol) ressortent de cette perspective.

LE FACTEUR LOW VOLATILITY

Les stratégies à faible volatilité ne sont pas nouvelles et se basent sur des caractéristiques statistiques des actions et sur un algorithme de classement. Le Low Vol figure d'ailleurs parmi les facteurs, aussi appelés primes de risque ou anomalies de marché, particulièrement bien documentés et recherchés par les praticiens et les académiciens au côté des facteurs taille, valorisation et momentum. Toutefois, l'histoire de ce facteur est plus mouvementée car cette anomalie de marché va à l'encontre du principe fondamental de la finance de marché ; à savoir que le rendement est proportionnel au risque. Les actifs moins risqués devraient ainsi en théorie générer une performance inférieure. Malheureusement pour cette belle théorie, les preuves empiriques accumulées durant les dernières décennies révèlent au contraire que les actions à faible volatilité ont un rendement ajusté au risque supérieur au marché, et ce de manière persistante quels que soient les régions, les segments de marché et les périodes.

Les économistes américains Robert Haugen et James Heins ont été les premiers à mettre un coup de pied dans la fourmilière en 1972[2] en présentant des évidences du meilleur rapport rendement/risque des actions faiblement volatiles. Dans une époque dominée par la théorie moderne du portefeuille (MPT) et le modèle d'évaluation des actifs financiers (CAPM), leur travail n'a pas été reçu avec enthousiasme. Le fait que le risque ne comporte pas de « prime » n'était simplement pas envisageable pour les experts de l'époque. Il a fallu attendre longtemps et le passage au nouveau millénaire pour que cette anomalie soit finalement reconnue et confirmée par une multitude d'études proéminentes.

Les investisseurs dans les titres à forte volatilité sont à priori conscients du risque élevé, mais la possibilité d'un gain plus grand favorise leur demande. Cette préférence pour les loteries est un phénomène psychologique bien documenté en finance comportementale. Autre explication, les gérants d'actifs qui sont jugés contre un indice de référence sont incités à investir dans des titres à haut beta, menant ainsi à leur survalorisation.

GAGNER PLUS EN PERDANT MOINS

Pour tester le comportement du facteur faible volatilité, nous avons créé une stratégie « naïve » sans contrainte investissant chaque mois de manière équipondérée dans les 100 titres les moins volatiles de l'indice S&P 500. Le résultat sur les 20 dernières années est impressionnant : près de 9% de surperformance annuelle avec une réduction de volatilité de plus de 20% et une amélioration notable du couple rendement/risque. Bien que les actions à faible volatilité évoluent en tandem avec le marché, l'amplitude des mouvements est atténuée en raison de leur plus faible sensibilité (beta inférieur à 1). Mais tout l'attrait du Low Vol provient du fait que cette stratégie capture moins de la baisse que de la hausse et présente ainsi un profil de performance avec une asymétrie positive. L'observation empirique des phases haussières et baissières successives du S&P 500 depuis 2000 confirme que la surperformance accumulée pendant les périodes de baisses est supérieure à la sous-performance engrangée en période de marchés haussiers, affichant ainsi un meilleur couple rendement/risque.

C'est un fait mathématique bien connu en finance : pour surperformer sur le long terme il est plus important de limiter les dommages en marchés baissiers que de maximiser la performance en marchés haussiers. Une perte de –5% est récupérée par une hausse de 5.3%, mais une baisse de 50% nécessite une performance de 100% pour retrouver le niveau initial. Cet effet de base prône pour les actions à faible volatilité car elles sont statistiquement susceptibles de baisser le moins en cas de correction des bourses. Si peu de gérants d'actifs se concentrent sur la minimisation des drawdowns, c'est qu'ils n'ont pas le luxe d'attendre une correction d'ampleur mais doivent rapidement générer de la surperformance pour maintenir ou attirer des actifs sous gestion.

CONCENTRATION SECTORIELLE

Aussi incroyables que soient les résultats historiques du Low Vol, les détracteurs sont nombreux et les risques d'une stratégie générique sont importants, à commencer par la concentration sectorielle. La faible volatilité d'une action provient d'une moindre incertitude quant aux perspectives d'une entreprise découlant de certains attributs fondamentaux tels que la stabilité des revenus et des cash flows, ainsi qu'un bilan solide. Certains secteurs d'activité se démarquent sous cet angle d'analyse et les membres d'un même secteur ont en général un niveau de volatilité assez proche. Il en résulte des paris sectoriels comme l'a démontré notre portefeuille Low Vol basique qui a en moyenne été surpondéré sur les services aux collectivités et la consommation non-cyclique, ainsi que sous-exposé aux valeurs technologiques durant les 20 dernières années. Ces déviations sectorielles présentent un risque de concentration en soumettant une proportion importante du portefeuille aux mêmes facteurs de risque (par exemple macroéconomiques ou de régulation). Même s'il est certes tentant de réduire ces biais sectoriels, des études ont démontré que l'exposition sectorielle est responsable pour plus de la moitié de la réduction de la volatilité. La version neutre sur les secteurs de notre stratégie Low Vol présente effectivement une moindre erreur de suivi (tracking error), mais au prix d'une volatilité et d'un maximum drawdown supérieurs à la stratégie sans contraintes.

SENSIBILITÉ AUX TAUX D'INTÉRÊT, VALORISATION ET SOUS-PERFORMANCE EN MARCHÉ HAUSSIER

Les stratégies à faible volatilité sont aussi décriées en raison de leur prétendue sensibilité aux taux d'intérêt. Selon cet argument, la surperformance historique du Low Vol

proviendrait de la concentration dans des secteurs qui ont bénéficié du déclin structurel des taux d'intérêt depuis plus de trois décennies. A priori ce super cycle baissier est en bout de course, mettant ainsi en doute la poursuite de la surperformance du Low Vol. Nous avons effectué une régression du rendement excédentaire trimestriel de notre stratégie générique contre la variation trimestrielle du taux américain à 10 ans et il en a résulté une relation inverse avec un coefficient de corrélation de –0.5. Même si nous convenons que cette simple analyse omet de prendre en compte le niveau absolu des taux, nous estimons que le rendement excédentaire du Low Vol dépend bien plus de la tendance de marché que du mouvement des taux d'intérêts. La fuite vers la qualité des obligations du trésor américain met une pression sur les taux précisément en cas de turbulences du marché quand le Low Vol surperforme.

Avec l'explosion des actifs investis dans les stratégies Low Vol (plus de 300 milliards de dollar US selon des estimations), certains experts considèrent la stratégie comme surpeuplée (overcrowded) et survalorisée. Cette critique est fondée comme le montre la valorisation relative de notre portefeuille à faible volatilité qui est au plus haut depuis 10 ans (PE forward). Cependant, des études ont démontré qu'une valorisation élevée n'est pas corrélée à la performance relative future[3].

Pour les gérants d'actifs, le vrai défi du Low Vol tient dans la sous-performance en marché haussier en raison d'une sensibilité réduite aux mouvements de marché. Les stratégies à faible volatilité ne surperforment leur indice de référence que si la surperformance accumulée en phases baissières permet de dépasser la sous-performance accumulée en phases haussières. Il faut donc des cycles boursiers d'une certaine amplitude pour que les stratégies Low Vol puissent délivrer leur surperformance. Peu d'investisseurs professionnels sont prêts à prendre un risque de carrière en restant investis dans une stratégie qui sous-performe plusieurs années dans l'attente de « récupérer » ce retard de performance lorsque le marché corrigera suffisamment.

AU-DELÀ D'UNE STRATÉGIE GÉNÉRIQUE

Les risques de concentration sectorielle et de sous-performance en marché haussier d'une stratégie à faible volatilité générique sont deux risques que la plupart des gérants d'actifs ne peuvent pas se permettre étant donné la compétitivité de cette industrie. Néanmoins des études montrent qu'il est possible d'adapter le Low Vol de manière à réduire ces biais inhérents tout en améliorant sensiblement le profil de rendement ajusté du risque par rapport au marché. Ces modifications diluent certes quelque peu l'effet réducteur de volatilité et détériorent légèrement le couple rendement/risque par rapport à la stratégie de base, mais ont l'avantage de la rendre plus viable et réaliste pour les professionnels de l'investissement. Un certain compromis est donc nécessaire, mais le jeu en vaut la chandelle pour atteindre un profil de rendement/risque plus attractif que le marché.

A cet égard, nos recherches montrent que l'utilisation séquentielle de filtres de valorisation et de qualité, ainsi que la combinaison avec d'autres facteurs tels que le rendement du dividende et des mesures de risque alternatives, présentent un intérêt majeur. Une solution alternative consiste notamment à combiner une stratégie Low Vol sans contrainte avec un modèle d'ajustement dynamique de la sensibilité (beta) au marché par le biais de positions sur des futures indiciels. La stratégie augmente ainsi son exposition par du levier synthétique jusqu'à atteindre un beta neutre de 1 en marché haussier et déboucle ces positions en marché baissier. Pour ce faire, un modèle overlay permettant d'identifier les tendances de marché de long terme est nécessaire. Bien que ce type de market timing soit souvent décrié car considéré comme quasi impossible, nos travaux indiquent qu'il est faisable, certes de manière très imparfaite, d'identifier les grandes phases de marché à l'aide de certaines techniques.

QUELLE PLACE DANS LES PORTEFEUILLES ?

Le Low Vol recèle un excellent potentiel de diversification dans une stratégie quantitative multifactorielle étant donnée sa faible corrélation avec les autres facteurs plus cycliques. A ce titre, la combinaison du Low Vol

« Le Low Vol recèle un excellent potentiel de diversification dans une stratégie quantitative multifactorielle. »

avec le facteur momentum, qui surperforme en marchés haussiers mais sous-performe durant les phases de correction, est particulièrement attractive et figure souvent au cœur de nombreuses stratégies quantitatives (inclus la nôtre).

Au sein des portefeuilles multi-classes d'actifs, une exposition aux actions à faible volatilité présente un attrait certain. Allouer stratégiquement une partie du compartiment actions à une stratégie Low Vol permet de diminuer la contribution des actions au risque du portefeuille, typiquement la classe d'actif dominant la contribution au risque. Alternativement, la proportion d'actions peut augmenter tout en maintenant le risque au même niveau. La même logique s'applique au sein même d'un portefeuille actions alloué géographiquement. Etant donné la volatilité plus élevée des actions des marchés émergents, une exposition cœur à cette région par une stratégie à faible volatilité nous paraît particulièrement attractive.

[1] Understanding Defensive Equity, NBER Working Paper, Robert Novy-Marx, 2014
[2] On the Evidence Supporting the Existence of Risk Premiums in the Capital Markets, Robert A. Haugen and A. James Heins, 1972
[3] The Valuation of Low Volatility, S&P Dow Jones Indices, Fei Mei Chan and Craig J. Lazzara, November 2016

REYL
innovative banking

INFORMATION IMPORTANTE - Ce contenu n'est fourni par REYL & Cie Holding SA ou / et l'une de ses entités (ci-après "REYL") qu'à titre indicatif, n'est destiné qu'à une utilisation interne et ne saurait en aucun cas constituer une offre, un conseil ou une recommandation d'acheter ou de vendre une valeur mobilière ou d'effectuer une quelconque transaction, ni par ailleurs un conseil d'une autre nature, particulièrement à l'attention d'un destinataire n'étant pas un investisseur qualifié, accrédité, éligible ou / et professionnel. Il est destiné à une utilisation exclusive par son destinataire et ne saurait, pour une quelconque autre raison, être transféré, imprimé, téléchargé, utilisé ou reproduit. REYL accorde la plus grande attention à la préparation et à l'actualisation des informations de ce contenu, obtenues de sources considérées comme fiables, mais sans en garantir toutefois la pertinence, l'exactitude, l'exhaustivité. C'est pourquoi REYL, ainsi que ses administrateurs, directeurs, employés, agents et actionnaires, n'assument aucune responsabilité pour les pertes et dommages de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation des informations de ce contenu. Ce contenu est prévu exclusivement pour un destinataire comprenant et assumant tous les risques implicites et explicites en découlant. Toutes les décisions prises par le destinataire en matière d'investissement relèvent de sa seule responsabilité et s'appuient exclusivement sur sa propre évaluation indépendante (et de celle de ses conseillers professionnels) de sa situation financière, de ses objectifs de placement, des risques spécifiques, des critères d'éligibilité, des conséquences juridiques, fiscales, comptables, ainsi que sur sa propre interprétation des informations. REYL n'assume aucune responsabilité quant à l'adéquation ou l'inadéquation des informations, opinions, valeurs mobilières, produits mentionnés dans ce contenu. Les performances passées d'une valeur mobilière ne garantissent pas les performances futures. Le contenu a été préparé par un département de REYL qui n'est pas une unité organisationnelle responsable de l'analyse financière. REYL est soumise à des exigences réglementaires et prudentielles distinctes et certaines valeurs mobilières et produits d'investissement ne peuvent pas être offerts dans toutes les juridictions ou à tous types de destinataires. Le destinataire doit donc se conformer aux réglementations locales. Il n'y a aucune intention de la part de REYL d'offrir des valeurs mobilières ou des produits d'investissement dans les pays ou juridictions où une telle offre serait illégale en vertu du droit interne applicable.

WWW.REYL.COM