

La faible volatilité ne garantit pas la surperformance

souvent, de manière contre-intuitive par rapport à la théorie financière, par générer cette surperformance, ajoute Alexei Jourovski. Mais tout est une question d'horizon de temps : sur la base de leur volatilité passée, les actions d'entreprises endettées comme les 'utilities' ou les télécoms apparaissent peu risquées, défensives et assez peu corrélées, mais ne le seraient plus si les taux remontaient brutalement. » Pour un portefeuille institutionnel diversifié, avec des obligations, des actions et un budget de risques mesuré entre 6 % et 8 % de volatilité, le fait de choisir des actions à faible volatilité permettra d'investir davantage en actions, et donc potentiellement de capter plus de performance avec la même « sécurité ».

Approches hétérogènes

Les approches se sont donc démultipliées. La plupart du temps autour des stratégies Low Vol, qui consistent simplement à surpondérer un benchmark avec les titres à faible volatilité (et à exclure les titres trop volatils pour les MinVol), pour gagner 4 % à 6 % sur le budget volatilité d'un portefeuille actions dont le niveau se situe historiquement entre 15 % et 20 % ; ou autour des stratégies MinVar, qui permettent d'optimiser le portefeuille en prenant aussi en compte la faible corrélation entre les titres concernés, pour gagner 8 % ou 10 % sur le budget volatilité. « Nous aimons bien les stratégies Low Vol, notamment celles qui mettent en œuvre des portefeuilles



L'AVIS DE...

Yves Choueifaty, président fondateur de Tobam



« Le succès de la 'low volatility' est le résultat d'une anomalie de marché »

Que penser aujourd'hui des stratégies à faible volatilité ?

Tout le monde a constaté la « low volatility anomaly » : en surpondérant les actions à faible volatilité, on obtient une rémunération du risque historiquement élevée. Or si les marchés financiers étaient efficients, cette constance ne serait pas possible. Ce genre de surperformance historique est la manifestation qu'un certain biais, en l'occurrence Low Vol, n'est pas cher. Si les marchés achètent plus de ce biais, ils finissent par rapprocher les titres concernés de leur juste valeur, et la surperformance disparaît. Si l'anomalie persiste dans le temps, c'est qu'elle n'est pas encore assez arbitrée.

Ces actions sont-elles devenues trop cher ?

Je ne sais pas : seules les actions capables de surperformance à l'avenir nous intéressent. Si personne ne la détecte, une anomalie de marché peut rester en place très longtemps. En revanche, quand tout le monde est au courant, cela ne dure généralement pas : il

est certain que l'anomalie Low Vol n'a pas été assez exploitée lors des quarante dernières années – la sous-valorisation des technos ne l'avait pas non plus été avant le rééquilibrage de 1999, puis la bulle. Depuis 2012, plusieurs brokers ont tiré la sonnette d'alarme sur les actions Low Vol : il peut être intéressant de les jouer de manière moins systématique désormais.

Serait-ce lié à un effet de mode ?

J'ai dû mal à trouver d'autres explications. Nous avons d'ailleurs constaté que, pendant longtemps, les portefeuilles Low Vol étaient assez diversifiés en termes de secteurs, styles, tailles d'entreprises, etc. Mais la corrélation des actions Low Vol entre elles, par rapport à celle entre actions normales, est remontée de 30 % depuis 2012 aux Etats-Unis... Chez Tobam, notre stratégie est basée uniquement sur la « faible corrélation » des actions entre elles : cela nous amène à une très forte diversification historique, tout en assurant cette faible corrélation sur long terme.

'tilés' permettant de maintenir une liquidité élevée et de viser une 'tracking error' limitée. Ce sujet est déterminant pour les investisseurs 'benchmarkés' comme le sont souvent les institutionnels », développe Vincent Denoiseux, qui préconise alors d'en faire une composante permanente.

Les différentes stratégies MinVar gagnent aussi du terrain auprès des institutionnels parce qu'elles sont, non pas centrées sur le seul critère de volatilité, mais de plus en plus soumises à des contraintes de diversification (secteurs, géographies, tailles) sans lesquelles une action à très faible volatilité risquerait de peser trop lourd dans le portefeuille. « Les critères de faible volatilité et de diversification maximum étant plus difficiles à rapprocher, il peut être bon d'ajouter d'autres critères », remarque Felix Goltz en évoquant les « optimiseurs » également préconisés par des gestions passives chez DeAWM

ou SSGA. « Notre processus de construction de portefeuille systématique nous permet de monter sur une seule valeur jusqu'à 4,5 % d'un fonds (contre 2,5 % pour les indices Low Vol, NDLR), en introduisant aussi des critères de valorisation et de liquidité », note Bruno Poulin chez Ossiam, pionnier des ETF MinVar en Europe. « C'est également pour pondérer nos portefeuilles en fonction de critères fondamentaux que nous privilégions une approche quantitative active », ajoute Alexander Uhlmann chez Invesco. La « stratégie à risques contrôlés » d'Unigestion inclut en outre des critères de rentabilité et même l'analyse de risques réglementaires, ESG (environnement, social, gouvernance) ou encore macro lui permettant une sélection plus discrétionnaire. « Même si on manque encore de recul pour tirer des conclusions sur ces approches multifacetteurs », conclut Yves Lempérière. ■