

Normes plus élevées pour les indices de référence à faible volatilité

Examen des biais, des contraintes et du rééquilibrage au sein des indices largement utilisés

Auteurs



James C. Fallon
Gestionnaire de portefeuille



Molly O'Brien
Associée en recherche quantitative

En résumé

- Les stratégies à faible volatilité gérées activement sont habituellement comparées à des indices à variance minimale construits passivement et à un indice pondéré en fonction de la capitalisation.
- Mal construits et maintenus, les principaux indices passifs à faible volatilité (dont l'indice MSCI Monde tous pays à volatilité minimale et l'indice S&P Global Low Volatility) nous compliquent la tâche d'en comparer le rendement avec celui des portefeuilles à faible volatilité de MFS.
- Le segment des actions cotées s'enlise souvent dans la mise en œuvre passive, car le marché est efficient. À notre avis, il faudrait envisager des mandats actifs dans le segment des titres à faible volatilité.

Méthodologie des indices à variance minimale MSCI

Les indices de référence sont un élément essentiel des placements modernes qui aident les répartiteurs à juger le rendement des gestionnaires. L'application systématique d'un ensemble de règles à n'importe quel univers d'actions est facile à comprendre pour les gens. Par contre, cette simplicité peut influencer l'exposition d'un portefeuille, qu'on le veuille ou non. La gamme des indices à volatilité minimale bien connus de MSCI en est un bon exemple. L'indice MSCI Monde tous pays à volatilité minimale et l'indice MSCI Monde tous pays, son indice-cadre, servent de point de départ pour produire, à l'aide d'une matrice de covariance, un portefeuille à volatilité minimale compte tenu d'un ensemble de contraintes. Nous croyons que cette méthodologie peut parfois être trop tributaire de l'objectif de covariance, car elle est souvent dictée par un manque de données pratiques sur les facteurs de risque. De plus, ces solutions passives dépendent exclusivement des tendances historiques en matière de risque de marché, qui ne sont pas toujours idéales puisqu'elles peuvent changer abruptement.

Par exemple, au cours des deux dernières années, l'indice MSCI Monde tous pays à volatilité minimale a surpondéré de 8,23 % la Chine, Hong Kong et Taïwan par rapport à son indice-cadre. Ces pays ont nettement sous-performé, ce qui a contribué au rendement négatif de l'indice dans son ensemble, et pourraient ne pas donner une image exacte du rendement d'une stratégie à faible volatilité bien diversifiée. Depuis quelques années, les actions de ces pays sont faiblement corrélées avec d'autres actions à grande capitalisation des pays développés; il en est résulté la covariance globalement plus faible favorisée par un processus mondial de variance minimale qui manque de surveillance pratique et d'un solide moteur d'alpha.

Figure 1 : Répartition par pays : indice MSCI Monde tous pays à volatilité minimale et indice MSCI Monde tous pays

Pays	Indice MSCI Monde tous pays à volatilité minimale		Indice MSCI Monde tous pays		Variation	
	Pondération moyenne	Rendement total	Pondération moyenne	Rendement total	Écart de pondération moyenne	Écart de rendement total
Chine	6,59 %	8,67 %	3,12 %	-12,36 %	3,47 %	21,03 %
Hong Kong	1,99 %	-22,17 %	0,64 %	-19,08 %	1,35 %	-3,09 %
Taiwan	5,04 %	11,10 %	1,64 %	21,38 %	3,41 %	-10,28 %
Total	13,62 %	-2,39 %	5,39 %	-10,05 %	8,23 %	7,66 %

Source : Factset, pour la période du 9 avril 2022 au 30 avril 2024.

Il convient de noter que des titres peuvent entrer dans l'indice même s'ils ne sont pas à faible volatilité, parce qu'ils ont une faible corrélation avec le reste du marché et peuvent réduire le risque du portefeuille. Cela pourrait contribuer à réduire le risque rétrospectif, mais sans réduire la volatilité dans la mesure voulue par les investisseurs.

Par ailleurs, le calendrier rigide et peu fréquent du rééquilibrage passif de l'indice peut exposer les investisseurs aux chocs du marché. L'indice MSCI Monde tous pays à volatilité minimale est rééquilibré seulement tous les six mois, une période au cours de laquelle toutes sortes d'incertitudes peuvent secouer les marchés et produire des circonstances qu'un fiduciaire prudent doit gérer.

Construction de l'indice MSCI Monde tous pays à volatilité minimale

Nous croyons que l'indice MSCI Monde tous pays à volatilité minimale est peu diversifié en raison de ses contraintes. Les pondérations sectorielles de l'indice correspondent à environ +/- 5 % de celles de l'indice-cadrel¹. Toutefois, au cours des 10 dernières années, presque tous les secteurs (sauf ceux de l'énergie et des matières) ont vu leur positionnement se répercuter négativement sur l'indice.

Figure 2 : Répartition sectorielle : indice MSCI Monde tous pays à volatilité minimale et indice MSCI Monde tous pays

Secteur GICS	Indice MSCI tous pays à volatilité minimale		Indice MSCI Monde tous pays		Apport de l'effet de la répartition au rendement
	Pondération moyenne	Rendement total	Pondération moyenne	Rendement total	
Services de communication	10,97	38,44	8,45	121,12	-0,42
Consommation discrétionnaire	6,89	140,82	10,70	133,66	0,05
Consommation de base	14,29	93,99	8,52	77,28	-2,94
Énergie	1,59	10,88	5,70	39,63	6,65
Services financiers	15,02	136,48	18,01	100,34	-1,83
Santé	15,06	162,49	11,85	134,12	-1,76
Produits industriels	10,28	126,78	10,53	124,60	0,25
Technologie de l'information	9,66	172,60	15,30	457,85	-13,95
Matières	3,72	83,91	4,88	74,61	2,04
Immobilier	4,32	54,37	2,94	41,29	0,08
Services publics	8,19	95,19	3,12	66,46	-3,56
[Non attribués]	0,00	0,21	0,00	19,12	-0,01
Total	100,00	109,53	100,00	131,35	-15,40

Source : Factset, pour la période du 30 avril 2014 au 30 avril 2024. L'effet de la répartition représente l'écart de rendement qui découle de l'écart de pondération sectorielle entre les deux indices.

La méthode de construction de l'indice MSCI Monde tous pays à volatilité minimale ne fait pas appel aux contraintes régionales. Par le passé, cela a donné lieu à des biais involontaires, comme la sous-pondération généralisée de l'Europe et la surpondération importante des marchés émergents au cours des dernières années.

Indice S&P Global Low Volatility

Bien qu'il dépende aussi fortement du risque historique, l'indice S&P Global Low Volatility propose une approche de construction différente, mais tout aussi déficiente sur le plan des facteurs de la diversification et de l'alpha. Il détermine les 300 titres les moins volatils de l'univers de l'indice S&P Global LargeMidCap et attribue les pondérations proportionnellement à l'inverse de la volatilité². Comme pour l'indice MSCI Monde tous pays à volatilité minimale, l'indice S&P Global Low Volatility ne présente pas, selon nous, de contraintes géographiques raisonnables. Taïwan représente 15,3 % de l'indice et comprend bon nombre de ses principaux placements, malgré la pondération de 2,01 % de l'indice-cadre à Taïwan. Même si l'indice fait l'objet d'un rééquilibrage trimestriel, il n'est pas représentatif des sociétés stables de grande qualité à faible volatilité que les investisseurs veulent détenir.

Figure 3 : Répartition géographique de l'indice S&P Global Low Volatility

Répartition par pays/région		
Répartition par pays/région	Nombre de composantes	Pondération dans l'indice (%)
États-Unis	48	15,7
Taiwan	39	15,3
Japon	45	13,9
Canada	33	10,1
Australie	18	5,8
Malaisie	13	5,7
Royaume-Uni	12	4,0
Singapour	10	3,5
Allemagne	9	2,8
Thaïlande	8	2,4

Source : S&P Global. Données au 30 avril 2024.

L'objectif des stratégies d'actions à faible volatilité est de produire de solides rendements corrigés du risque à un niveau de risque absolu plus faible. Afin d'éviter les problèmes d'indice mentionnés ci-dessus, nous croyons qu'une méthode plus simple et plus intuitive pour les gestionnaires d'un indice de référence d'actions à faible volatilité serait de comparer leurs titres à ceux de l'indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière et de les évaluer à l'aide des mesures de rendement corrigées du risque, comme le ratio de Sharpe et l'alpha ou le ratio d'encaissement des baisses de la stratégie. Chacune de ces mesures de rendement corrigé du risque fournit un baromètre approprié pour déterminer si le gestionnaire des placements à faible volatilité a procuré les avantages attendus, surtout dans les marchés baissiers.

Conclusion

Les portefeuilles à faible volatilité de MFS sont construits très différemment de ceux de l'indice MSCI Monde tous pays à volatilité minimale et de l'indice S&P Global Low Volatility. L'approche de la faible volatilité retenue par MFS vise à réaliser la plus-value du capital à long terme et à réduire le risque de baisse en investissant principalement dans des titres affichant une plus faible volatilité dont la sélection repose sur une analyse fondamentale et quantitative mixte. Nous construisons un portefeuille à faible volatilité dont la sélection des titres repose non seulement sur la volatilité de ces derniers, mais également sur la recherche fondamentale et quantitative pour déterminer si l'évaluation de chaque titre reflète adéquatement la croissance de l'entreprise, ses perspectives de rendement, ainsi que le risque couru. De l'univers de placement mondial en général, MFS élimine au moins 40 % des actions les plus volatiles de l'histoire, ce qui nous permet d'élargir notre éventail d'occasions afin de profiter d'une diversification accrue et de faire des recherches sur une gamme plus vaste d'actions. En investissant dans les titres à faible volatilité, nous ne tentons pas de surpasser les indices, mais cherchons plutôt à offrir un profil risque-rendement supérieur à celui d'un placement passif dans l'indice boursier pondéré en fonction de la capitalisation. Par conséquent, nous ne nous sentons pas à l'aise de comparer les stratégies à faible volatilité de MFS uniquement aux stratégies passives. ▲

Notes

¹ Méthodologie des indices MSCI à volatilité minimale.

² <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/dividends-factors/sp-global-low-volatility-index/#overview-methodology-pdf>.

«Standard & Poor's^{MD}» et S&P «S&P^{MD}» sont des marques déposées de Standard & Poor's Financial Services LLC («S&P») et Dow Jones est une marque déposée de Dow Jones Trademark Holdings LLC («Dow Jones»). Les marques déposées ont été accordées sous licence aux fins d'utilisation par S&P Dow Jones Indices LLC et ont fait l'objet d'une sous-licence à certaines fins en faveur de MFS. L'indice S&P 500^{MD} est un produit de S&P Dow Jones Indices LLC utilisé sous licence par MFS. S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P et leurs sociétés affiliées respectives ne parrainent pas les produits de MFS, pas plus qu'elles ne les appuient, n'en vendent les parts ou n'en font la promotion. Elles ne font en outre aucune déclaration quant à l'occasion d'effectuer un placement dans ces produits.

Source des données de l'indice : MSCI. MSCI ne donne aucune garantie ni ne fait aucune déclaration, explicite ou implicite, et ne peut être tenue responsable quant aux données présentées dans le présent document. Il est interdit de diffuser les données de MSCI ou de les utiliser comme base pour d'autres indices, valeurs mobilières ou produits financiers. MSCI n'a pas approuvé, revu ou produit le présent document. Il est impossible d'investir directement dans un indice.

Les points de vue exprimés sont ceux du ou des auteurs et peuvent changer sans préavis. Ils sont fournis à titre indicatif seulement et ne doivent pas être considérés comme une recommandation d'achat d'un titre, une sollicitation ou un conseil en placement. Les prévisions ne sont pas garanties. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

RENSEIGNEMENTS MONDIAUX

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFS^{MD} et de ses sociétés affiliées, qui peuvent être déposées dans certains pays.

Distribué par : **États-Unis** – MFS Institutional Advisors, Inc. («MFSI»), MFS Investment Management et MFS Fund Distributors, Inc., membre de la SIPC; **Amérique latine** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Gestion de Placements Canada Limitée. **Note à l'intention des lecteurs du Royaume-Uni et de la Suisse** : Publié au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (UK) Limited («MIL UK»), une société privée à responsabilité limitée inscrite en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 03062718, dont les activités de placement sont autorisées et réglementées par la UK Financial Conduct Authority. Le siège social de MIL UK, filiale indirecte de MFS^{MD}, se trouve au One Carter Lane, Londres (EC4V 5ER), au Royaume-Uni. **Note à l'intention des lecteurs européens (hors Royaume-Uni et Suisse)** : Publié en Europe par MFS Investment Management (Lux) s. à r. l. (MFS Lux) – société autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg – les deux offrent des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels. Le siège social de cette société à responsabilité limitée se situe au 4, rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document est réservé aux investisseurs professionnels (dans la mesure où les organismes de réglementation locaux le permettent). On ne doit pas s'y fier et il ne doit pas être distribué si cela contrevient à la réglementation locale; **Singapour** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australie/Nouvelle-Zélande** – MFS International Australia Pty Ltd («MFS Australia») (ABN 68 607 579 537) détient le permis numéro 485343 pour la prestation de services financiers en Australie. MFS Australia est régie par l'Australian Securities and Investments Commission; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited («MIL HK»), une société privée à responsabilité limitée inscrite auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission («SFC») et réglementée par celle-ci. MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de négociation de titres et de gestion d'actifs, et peut fournir certains services de placement à des «investisseurs professionnels» au sens de la *Securities and Futures Ordinance* («SFO»); **pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une entreprise chinoise à responsabilité limitée réglementée pour fournir des services-conseils en gestion financière; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est inscrite à titre d'opérateur d'instruments financiers, Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, membre de l'Investment Trust Association du Japon et de la Japan Investment Advisers Association. Comme les frais assumés par les investisseurs varient selon les circonstances (produits, services, période de placement, conditions du marché, etc.), le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être indiqués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations de marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Avant de faire des placements, les investisseurs devraient obtenir et lire attentivement le prospectus et les documents indiqués dans l'article 37-3 de la *Financial Instruments and Exchange Act*.