

PROTÉGER LES PORTEFEUILLES PENDANT LES PÉRIODES DE REPLI DU MARCHÉ DES ACTIONS : ÉVALUER LES SOLUTIONS DE RECHANGE

Par Geoffrey Githaiga, Michael Sager et Patrick Thillou¹

Juillet 2021

Sommaire

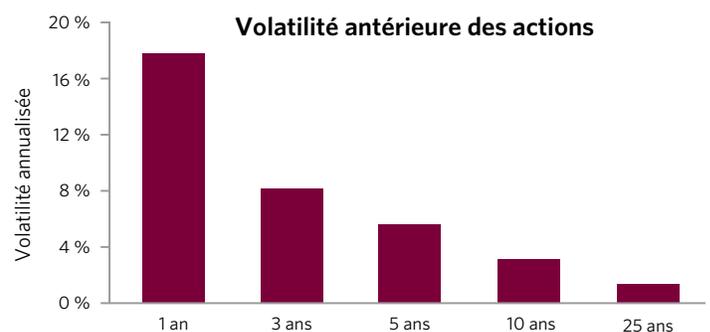
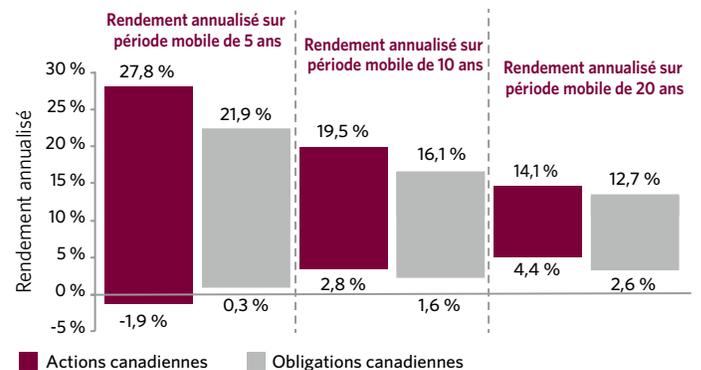
- Les actions représentent la pierre angulaire de nombreux portefeuilles de placement. Les rendements à long terme ont été attrayants, générant une importante plus-value en capital.
- Toutefois, les actions présentent deux caractéristiques déplaisantes. Premièrement, une exposition excessive au risque lié à la croissance macroéconomique. Deuxièmement, des pertes importantes périodiques. Cette asymétrie du rendement excédentaire incite les investisseurs à rechercher des catégories d'actif et des stratégies de placement présentant des corrélations conditionnelles intéressantes.
- Les candidats potentiels comprennent les stratégies de rendement absolu d'actifs multiples procurant une diversification des placements, les valeurs refuges comme l'or et les titres du Trésor américain, et les stratégies de couverture fondées sur des produits dérivés.
- Pour maximiser la probabilité d'atteindre les objectifs de rendement à long terme, les investisseurs doivent trouver des solutions à l'asymétrie des rendements excédentaires des actions, tout en continuant à prendre en charge autant de risque qu'ils peuvent en tolérer. Nous proposons quelques solutions à ce défi.

Introduction

Les actions de sociétés ouvertes sont la pierre angulaire des portefeuilles de la plupart des investisseurs. Elles doivent cette position à une combinaison de rendements historiques intéressants et de risques à long terme relativement faibles (figure 1). Elles sont aussi généralement très liquides.

Nous nous attendons à ce que les actions de sociétés ouvertes conservent cette position dominante dans un avenir prévisible. Les rendements absolus annuels des actions au cours des dix prochaines années devraient être plus modestes par rapport aux moyennes annuelles historiques, ce qui reflète des valorisations relativement élevées dans bon nombre de marchés. Toutefois, par rapport aux obligations d'État des marchés industrialisés, les rendements boursiers prévisionnels demeurent relativement intéressants.

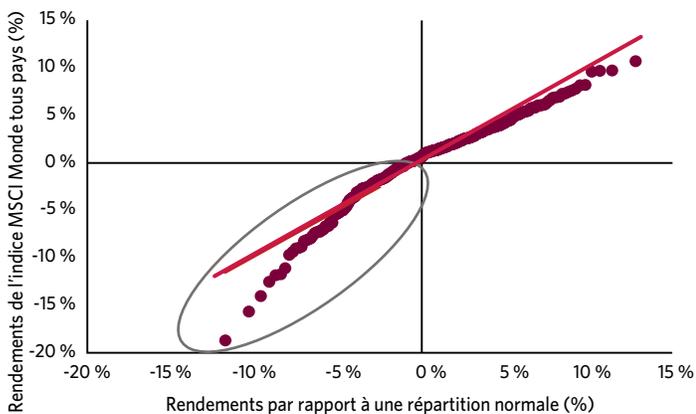
Figure 1 - Les actions présentent des rendements à long terme intéressants et un faible risque



Source : Gestion d'actifs CIBC inc. et Bloomberg; de 1950 à 2020. Les actions canadiennes et les obligations canadiennes sont représentées par l'indice composé S&P/TSX et l'indice des obligations universelles FTSE TMX Canada, respectivement. Volatilité selon l'écart-type annualisé.

Les actions de sociétés ouvertes présentent deux caractéristiques relativement déplaisantes que les investisseurs cherchent souvent à atténuer. Premièrement, elles imposent aux investisseurs une exposition excessive au risque lié à la croissance macroéconomique. Nous avons souvent discuté de cette caractéristique (par exemple, voir l'article [Placements non traditionnels : quelle pondération leur accorder?](#)). La plupart du temps, il ne s'agit pas d'un problème qui nuit au rendement, bien au contraire. Toutefois, la concentration du portefeuille, de quelque nature que ce soit, a tôt ou tard des conséquences négatives, ce qui donne lieu à la deuxième caractéristique déplaisante des actions de sociétés ouvertes : les fortes baisses périodiques de capital, aussi connues sous le nom d'asymétrie du rendement excédentaire (par rapport à une répartition normale; figure 2).

Figure 2 - Rendements boursiers contre répartition normale



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg Finance L.P. Le graphique présente les rendements des actions cotées en bourse (indice MSCI Monde tous pays) par rapport à une répartition normale. Échantillon : De janvier 1988 à avril 2021.

Dans le présent article, nous examinons des moyens de contrer l'asymétrie du rendement excédentaire des actions (ou le risque de pertes extrêmes, appelé *tail risk* en anglais) en repérant des catégories d'actif et des stratégies qui démontrent de façon fiable ce qu'on appelle un profil de *convexité* par rapport aux actions. Il ne suffit pas d'investir dans des catégories d'actif et des stratégies qui devraient ajouter de la valeur en moyenne. Il faut qu'elles produisent le résultat attendu au bon moment. C'est là un défi de taille.

Le plus souvent, les investisseurs cherchent à atténuer le risque de pertes extrêmes lié aux actions en ajustant, de façon tactique, la taille de la pondération stratégique des actions, ce qui consiste implicitement à anticiper le moment de participer au marché. Nous ne recommandons pas une telle approche. Pour les investisseurs à long terme, il est payant de conserver des placements en actions conformes à leurs objectifs stratégiques. Agir autrement a souvent donné lieu à des rendements inférieurs; par le passé, une proportion importante des rendements boursiers annuels a été générée en seulement quelques jours chaque année. Manquez ces jours, et le rendement du portefeuille pourrait s'avérer nettement inférieur (figure 3).

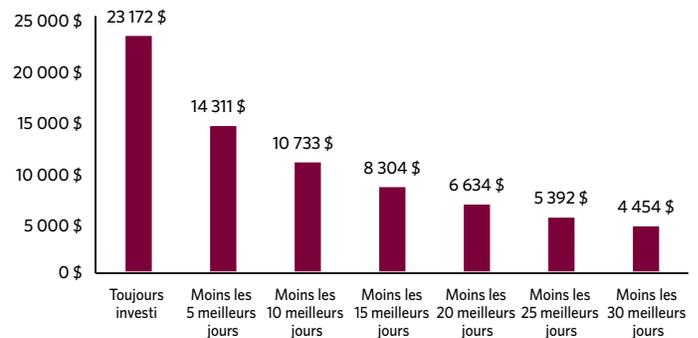
Alors, comment faire pour maximiser la probabilité d'atteindre l'objectif d'accumulation de capital à long terme, tout en réduisant au minimum les répercussions à court terme de l'asymétrie du rendement excédentaire des actions? C'est tout un défi.

Le meilleur moyen est de travailler à rebours. Au lieu de déterminer la pondération stratégique des actions et de calculer ensuite le rendement attendu du portefeuille, il est payant de commencer par établir la tolérance au risque et les objectifs de rendement de l'investisseur. À partir de là, nous pouvons construire un portefeuille optimal qui combine une pondération de base des actions avec des catégories d'actif et des stratégies qui atténuent l'incidence des replis périodiques importants du marché des actions.

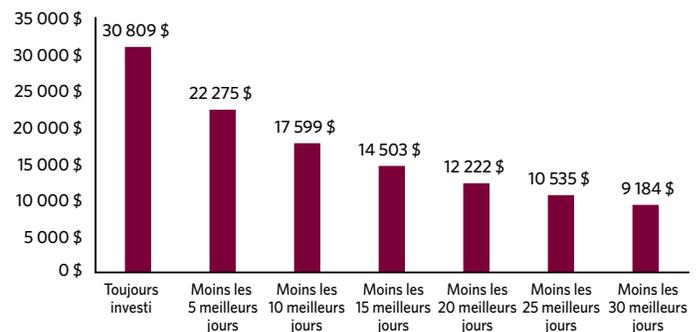
Dans cette optique, certains grands régimes de retraite publics américains créent explicitement des sous-portefeuilles d'atténuation du risque de pertes extrêmes au sein de leur portefeuille global, en complément aux pondérations en actions de base de sociétés ouvertes ou fermées (Meketa, 2019). Fait important, ces investisseurs continuent de mettre l'accent sur les rendements à long terme attendus du portefeuille. Si elle est bien gérée, l'atténuation des risques n'a pas à entraîner un coût de renonciation prévu important.

Figure 3 - Anticiper de façon tactique le moment de participer au marché boursier a souvent donné lieu à des rendements inférieurs

a) Indice S&P/TSX 60



b) Indice MSCI Monde tous pays (\$ CA)



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg LLC. Les graphiques présentent les rendements de l'indice S&P/TSX et de l'indice MSCI Monde tous pays (\$ CA) pour la période allant de janvier 2000 à décembre 2020, en supposant un investisseur ayant conservé tous ses placements pendant l'ensemble de la période échantillon ou ne les ayant pas conservés pendant x jours chaque année. Suppose un placement initial de 10 000 \$.

Façons d'atténuer les répercussions des replis du marché des actions

Le terme « atténuation des risques » englobe plusieurs approches visant à améliorer l'asymétrie peu intéressante des rendements boursiers. Chacune résulte d'un compromis entre les avantages, les coûts et la fiabilité. Nous pouvons regrouper les candidats les plus prometteurs en trois grandes composantes : diversification, couverture opportuniste et billets structurés. Dans le présent article, nous nous concentrons sur les deux premières composantes et invitons les lecteurs qui souhaitent en savoir plus sur la troisième, à lire notre [livre blanc Intégration de produits structurés](#) et à accéder aux [ressources offertes ici](#).

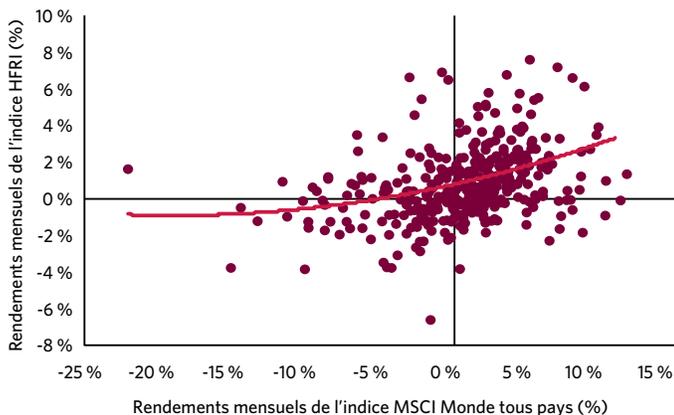
Diversification

Cette composante vise à atténuer les fortes pertes en capital périodiques des actions de sociétés ouvertes, en misant sur le plus vaste éventail de placements possible à l'échelle des différentes catégories d'actif, stratégies, régions et durées. L'atteinte d'une corrélation conditionnelle intéressante pour ce qui est de la pondération en actions de base d'un portefeuille – positive en cas de surperformance des actions et négative durant les périodes de contre-performance boursière marquée – représente l'objectif audacieux des solutions formant cette composante. Les candidats comprennent des stratégies de placement macroéconomiques descendantes et des valeurs refuges.

1. Stratégies macroéconomiques

Les chercheurs représentent souvent les stratégies macroéconomiques au moyen d'un indice générique, comme l'indice HFRI Macro (indice macroéconomique des fonds de couverture). L'indice affiche un profil de convexité relative intéressant par rapport aux actions, sur une longue période d'échantillonnage (figure 4). Mais il n'est pas possible d'y investir.

Figure 4 - Les stratégies macroéconomiques génériques affichent un profil de convexité relative par rapport aux actions



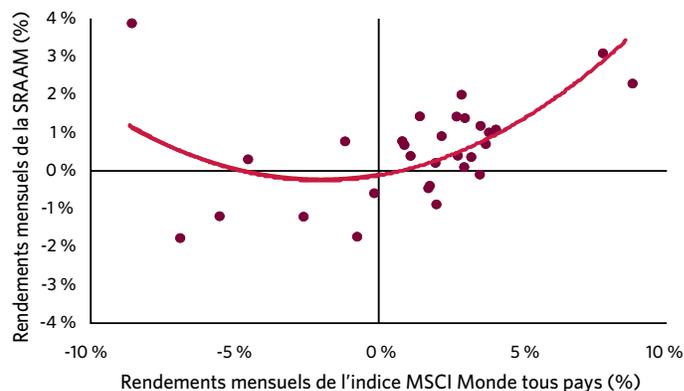
L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg Finance L.P. Échantillon : De janvier 1988 à avril 2021.

Si nous faisons de la possibilité d'investir dans l'instrument examiné un critère de sélection clé, un candidat évident pour représenter la catégorie macroéconomique est la Stratégie de rendement absolu d'actifs multiples CIBC (SRAAM). Il s'agit d'une solution macroéconomique globale qui intègre des stratégies quantitatives et un jugement qualitatif prospectif rigoureux, et qui exploite une vaste gamme de catégories d'actif, de régions et d'horizons de placement pour générer des rendements. La stratégie est semblable à celle d'un portefeuille équilibré de nouvelle génération : elle englobe un éventail de placements beaucoup plus étendu qu'un portefeuille traditionnel 60/40, elle met l'accent sur les rendements absolus et elle repose sur une méthode rigoureuse sensible au risque qui permet d'orienter stratégiquement le portefeuille parmi les occasions de placement repérées, ce qui sert d'élément additionnel pour maximiser le rendement².

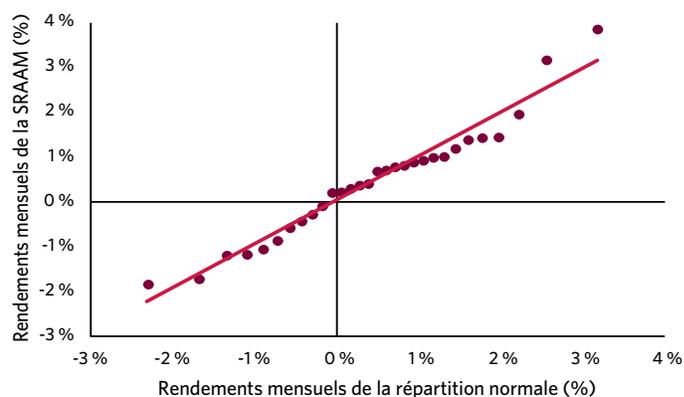
Depuis la création de la SRAAM, les actions ont connu deux replis importants, au quatrième trimestre de 2018 et au premier trimestre de 2020. La SRAAM s'est bien comportée dans les deux cas. Elle a démontré une capacité à procurer le profil de convexité relative par rapport aux actions que les investisseurs recherchent (figure 5, graphique a), tout en ne montrant aucune indication d'asymétrie des rendements excédentaires (figure 5, graphique b).

Figure 5 - La SRAAM a démontré sa capacité à atténuer les effets des périodes de repli important du marché des actions

a) SRAAM et indice MSCI Monde tous pays



b) SRAAM et répartition normale



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg Finance L.P. Échantillon : De novembre 2018 à avril 2021.

La SRAAM a également atteint un rendement conforme à son rendement cible à long terme (moyenne annuelle de 5 % plus liquidités³; figure 6). Fait important, cet objectif est comparable au rendement annuel que nous prévoyons pour les pondérations en actions de base au cours des dix prochaines années. Cela signifie que les investisseurs peuvent investir dans la SRAAM dans le cadre de la composante actions existante sans que cela entraîne un coût de renonciation au rendement prévu (figure 7).

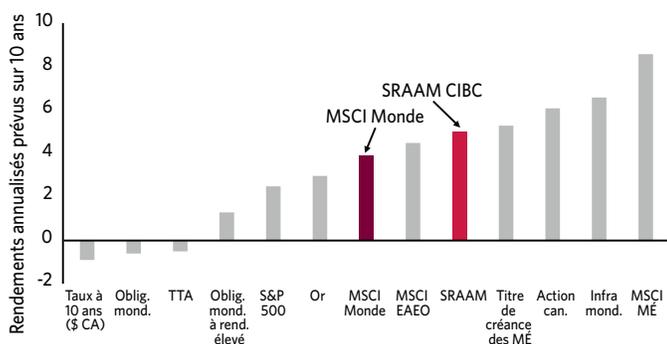
Figure 6 - Le rendement de la SRAAM CIBC est conforme à son objectif de rendement cumulatif⁴



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg Finance L.P. Échantillon : D'octobre 2018 à avril 2021.

Si l'on combine tous ces éléments, la SRAAM semble être une excellente candidate à l'inclusion dans une composante de portefeuille visant l'atténuation du risque de pertes extrêmes.

Figure 7 - Le rendement cible annuel de la SRAAM se compare avantageusement aux rendements annualisés prévus des actions

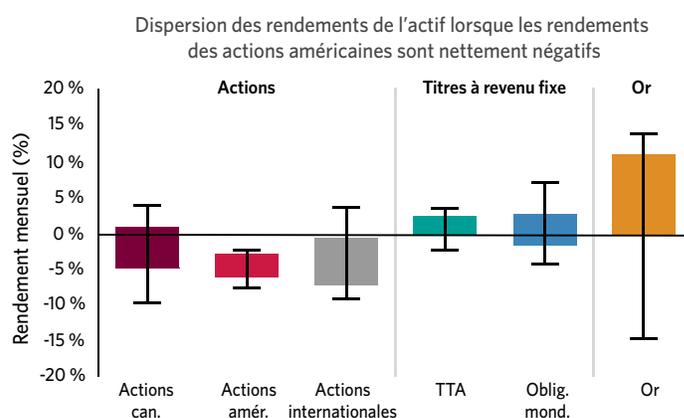


En février 2021. L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant des tiers fournisseurs de services suivants : Bloomberg Finance L.L.P. et JP Morgan Asset Management. TTA = Titres du Trésor américain à 10 ans. Oblig. à rend. élevé = Obligations à rendement élevé. Infra = Infrastructure. MÉ = Marchés émergents. Rendement prévu après déduction des liquidités.

2. Valeurs refuges

Diminuer la pondération des actions au profit des valeurs refuges est l'une des stratégies d'atténuation du risque de pertes extrêmes par défaut de nombreux investisseurs. Parmi les valeurs refuges, mentionnons l'or et les titres à revenu fixe émis par des États des marchés industrialisés. Ces deux catégories d'actifs ont souvent démontré une capacité à atténuer l'effet des replis importants du marché des actions (figure 8). Nous nous attendons à ce que l'or conserve cette capacité, en moyenne, et abordons en profondeur son rôle plus général dans le portefeuille dans notre article intitulé [Quelle est la place de l'or dans un portefeuille?](#)

Figure 8 - L'or et les titres à revenu fixe émis par des États des marchés industrialisés ont souvent réussi à atténuer les effets des périodes de repli important du marché des actions



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg. Données de l'échantillon : De janvier 1990 à février 2021. Données mensuelles. TTA = Titres du Trésor américain à 10 ans.

Les obligations d'État des marchés industrialisés sont confrontées à un défi plus important en raison de la faiblesse persistante des taux. Ce qui est tout aussi problématique, c'est qu'on s'attend à un faible rendement annuel des obligations d'État des marchés industrialisés au cours des dix prochaines années, comparativement aux liquidités. Cela représente un coût de renonciation important pour les investisseurs à long terme qui cherchent à contrebalancer les fortes pertes en capital épisodiques des actions.

Ce coût incitera les investisseurs à envisager de remplacer une partie de leur exposition aux titres à revenu fixe d'États des marchés industrialisés par d'autres valeurs refuges. Les titres de créance liés aux infrastructures peuvent constituer un candidat. Cette catégorie d'actif offre un rendement prévu plus élevé, de meilleures caractéristiques de couverture contre l'inflation et des caractéristiques d'appariement du passif similaires à celles des titres à revenu fixe émis par des États des marchés industrialisés. L'attention de plus en plus importante accordée à l'énergie verte en Europe et en Chine, et l'attention renouvelée à ce sujet aux États-Unis, laissent entrevoir un intérêt croissant pour les infrastructures en tant que catégorie d'actif.

Couverture opportuniste

La SRAAM, les autres stratégies macroéconomiques et les valeurs refuges cherchent à créer une convexité relative par rapport aux rendements boursiers grâce à la diversification. Les stratégies employées dans la composante de couverture opportuniste visent à atteindre ce résultat en profitant directement de l'asymétrie du rendement excédentaire des actions. Elles comprennent des stratégies fondées sur la dynamique, sur les séries chronologiques et sur les couvertures au moyen d'instruments dérivés.

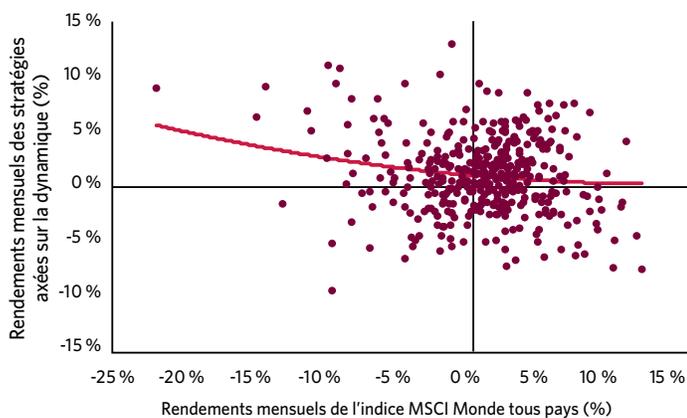
1. Stratégies axées sur la dynamique

Les stratégies axées sur la dynamique tirent parti des périodes de repli du marché des actions en vendant à découvert des actifs dont les rendements mobiles sont relativement négatifs et en prenant simultanément une position acheteur sur d'autres ensembles d'actifs dont les rendements mobiles sont relativement positifs, en supposant que les tendances du rendement et des cours se poursuivront.

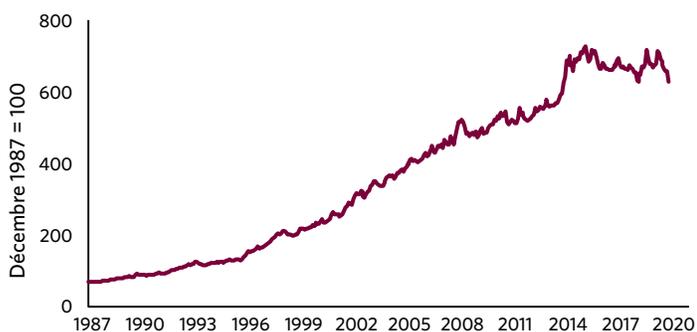
Dans l'ensemble, cette stratégie a fait ses preuves, ayant créé une convexité relative intéressante et procuré des rendements à long terme satisfaisants (figure 9).

Figure 9

a) Corrélation des rendements entre les stratégies axées sur la dynamique et l'indice MSCI Monde tous pays



b) Rendement cumulé des stratégies axées sur la dynamique



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant des tiers fournisseurs de services suivants : Bloomberg Finance L.L.P. et AQR. Stratégie fondée sur des rendements mobiles sur 12 mois et une période de détention d'un mois pour un ensemble de 58 contrats à terme standardisés et contrats à terme de gré à gré portant sur des actions, des devises, des titres à revenu fixe et des marchandises. Échantillon de janvier 1987 à novembre 2020. Données consultées le 1^{er} janvier 2021.

Cela dit, et comme le montre la figure 9b, y compris notre exemple, le rendement récent des stratégies axées sur la dynamique doit être surveillé; les stratégies axées sur la dynamique traditionnelles ont eu de la difficulté à produire des rendements au cours des dix dernières années. Il n'est pas pertinent de s'arrêter pour examiner si le rendement inférieur enregistré coïncide avec la hausse des actifs investis dans ces stratégies ou s'il est causé par celle-ci.

L'étendue des placements est un autre élément important à considérer lorsqu'il est question de stratégies axées sur la dynamique. Ce sont les stratégies axées sur la dynamique englobant une vaste gamme d'actifs qui se sont montrées les plus aptes à atténuer les replis importants du marché des actions. Dans le cas des stratégies axées sur la dynamique fondées uniquement sur les rendements mobiles des actions, la convexité relative semble plus difficile à atteindre (figure 10).

Figure 10 – L'étendue des placements est un élément important influant sur la capacité des stratégies axées sur la dynamique à atténuer les périodes de pertes considérables sur actions

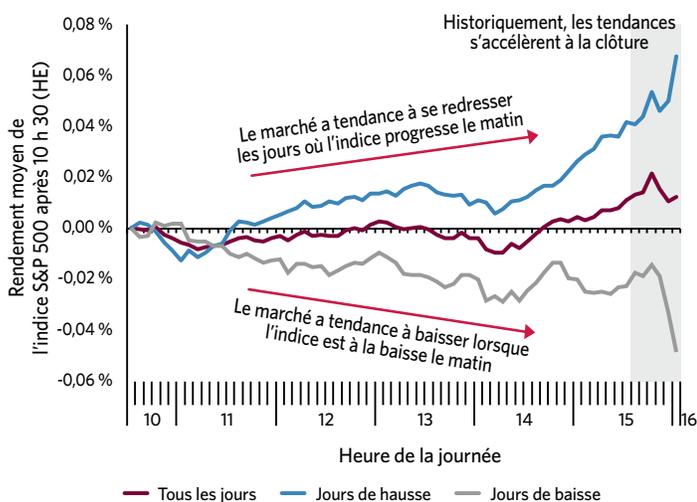
Date	MSCI Monde tous pays	Stratégies axées sur la dynamique Actions	Stratégies axées sur la dynamique Tous les actifs
Août 1988	-5,82 %	4,97 %	1,40 %
Oct. 1997	-6,21 %	-14,43 %	-0,38 %
Août 1998	-15,11 %	-17,33 %	6,31 %
Janv. 2000	-5,61 %	-11,75 %	0,35 %
Sept. 2001	-9,59 %	24,23 %	9,37 %
Juill. 2002	-8,76 %	18,52 %	5,66 %
Janv. 2008	-8,53 %	-16,40 %	-3,26 %
Sept. 2008	-13,30 %	20,20 %	-1,48 %
Mai 2010	-9,86 %	-15,50 %	-5,15 %
Août 2011	-7,53 %	-12,05 %	2,63 %
Août 2015	-7,05 %	-18,19 %	-1,77 %
Oct. 2018	-7,77 %	-10,73 %	-0,53 %
Févr. 2020	-8,39 %	-26,80 %	1,23 %
Mars 2020	-14,43 %	-26,53 %	9,08 %
Médiane	-8,46 %	-13,24 %	0,79 %

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant des tiers fournisseurs de services suivants : Bloomberg Finance L.L.P. et AQR. Les mois sélectionnés sont des exemples de périodes de replis boursiers importants. Données consultées le 1^{er} janvier 2021.

2. Contrats à terme sur actions

Nous pouvons aussi atténuer le risque au moyen de stratégies axées sur la dynamique plus sophistiquées, également mises en œuvre au moyen de contrats à terme. Une stratégie possible – inspirée par Gao et coll. (2018), Baltussen et coll. (2020), Deutsche Bank (2019) et Goldman Sachs (2020) – s'appuie sur l'observation selon laquelle les tendances des cours de l'indice S&P 500 établies dans la matinée de chaque séance de négociation persistent souvent tout au long de la journée (figure 11)⁵. Dans une journée normale, ces tendances se traduisent par de petites hausses ou baisses. Il n'y a là rien d'exceptionnel, et notre stratégie d'atténuation du risque ne tient pas compte de ces facteurs. De temps à autre, les baisses sont fortes. Nous voulons les saisir.

Figure 11 – Les tendances des cours de l'indice S&P 500 observées au début de la matinée persistent souvent tout au long de l'après-midi



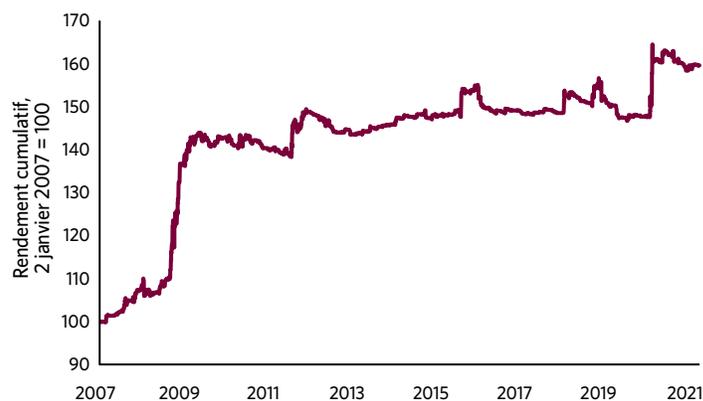
L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant des tiers fournisseurs de services suivants : Bloomberg LLC et Goldman Sachs. Données fondées sur la direction du rendement entre la clôture précédente et 10 h (HE) le jour même. Données intrajournalières. Échantillon : D'août 2003 à juin 2020.

Les avantages de cette stratégie de protection sont le faible coût de portage – les contrats à terme standardisés sont moins chers que les options – et le fait que les profits et les pertes de couverture sont toujours réalisés le même jour, ce qui donne à penser qu'il est possible de réduire au minimum l'ampleur de la baisse des bénéfices subie par la stratégie.

Il serait facile de considérer cette stratégie comme un modèle de négociation tactique à court terme; après tout, elle consiste à se retirer du marché et à y revenir en une seule journée. La réalité est différente : lorsque le marché des actions commence à se replier,

il poursuit sa descente pendant plusieurs jours avant d'atteindre un plancher. Le repli provoqué par la COVID-19 en 2020 a été exceptionnellement violent, mais l'indice S&P 500 a tout de même mis 23 jours à toucher le fond. Il a fallu 354 jours pour ce faire au cours de la grande crise financière de 2007 à 2009. Et 663 jours lors du krach de 1929. Au cours de ces périodes, les rendements n'ont pas toujours été négatifs, mais la stratégie peut composer avec cela. Elle est également très réactive. La gestion rigoureuse du risque lié à la capacité de profiter des pertes du marché a été efficace (figure 12).

Figure 12 – Une combinaison de stratégies axées sur la dynamique utilisant des instruments dérivés et une gestion rigoureuse du risque peut aider à protéger les portefeuilles contre les replis importants du marché des actions

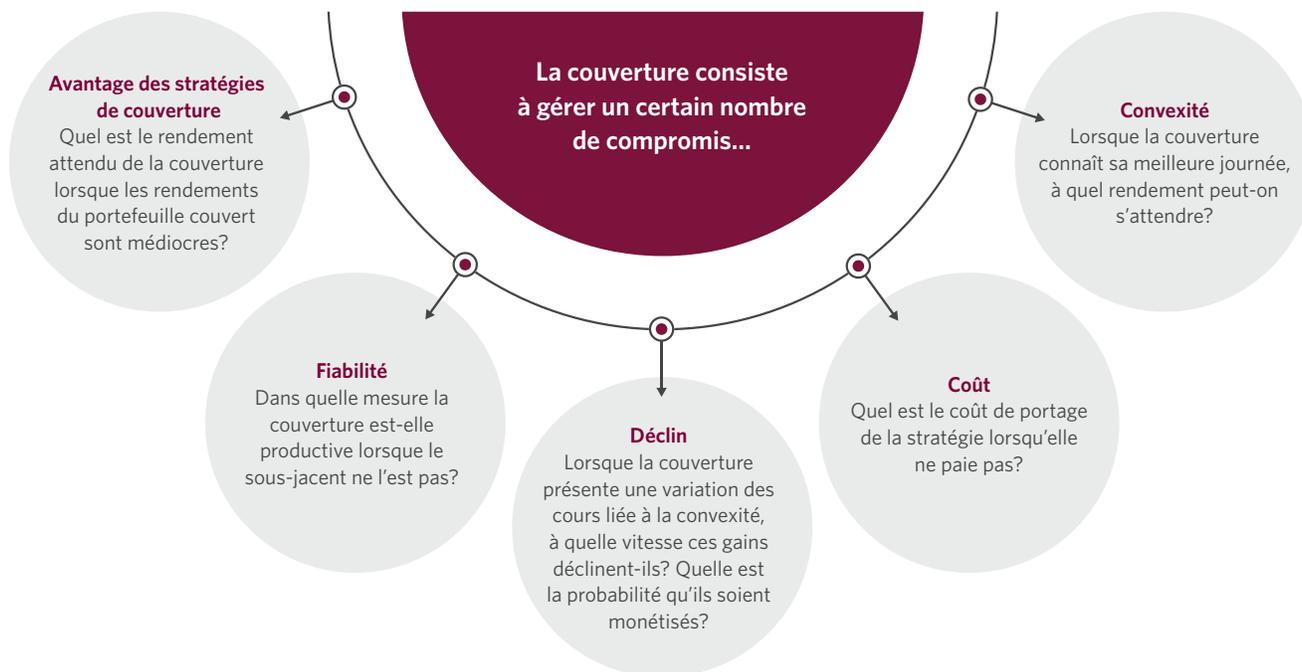


L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg LLC. Exemple de rendement rétrotesté. Avant déduction des frais et des coûts. Échantillon : De janvier 2007 à avril 2021.

3. Stratégies liées aux options

Une autre série de stratégies de la composante couverture opportuniste vise à atténuer l'effet des périodes de faiblesse importante des actions en établissant des positions sur produits dérivés qui se superposent aux pondérations stratégiques des actions sous-jacentes. Ces stratégies comprennent un certain nombre de compromis et de défis, y compris la nécessité de réduire au minimum les coûts – à savoir l'engagement du capital du portefeuille, qui est généralement faible, et les coûts de portage, qui peuvent être élevés – et de maximiser à la fois la fiabilité de la couverture et l'étendue des profits liés à l'évaluation à la valeur de marché qui peuvent être réellement monétisés (figure 13). Ces compromis mettent en lumière l'importance d'une gestion stratégique rigoureuse dans des conditions de marché normales, mais aussi lors d'événements extrêmes.

Figure 13 – Les stratégies de couverture opportuniste liées aux produits dérivés comprennent un certain nombre de compromis



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bank of America Merrill Lynch.

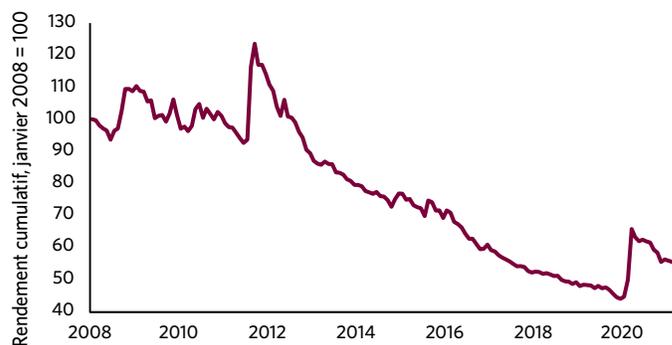
a) Stratégies liées aux options de vente

Les stratégies liées aux options de vente peuvent être des composantes avantageuses pour un portefeuille en raison de leurs caractéristiques définies quant au risque et à l'effet de levier et à leur nature non linéaire. Autrement dit, vous pouvez obtenir un rendement élevé en investissant relativement peu de capital, à condition que vos prédictions soient exactes. Cette condition est importante. Pour qu'une stratégie liée aux options de vente soit rentable, l'acheteur de l'option doit voir juste quant à trois issues à l'échéance de l'option :

- les actions doivent baisser;
- l'ampleur de la baisse doit être suffisamment importante pour que l'option ait de la valeur;
- le moment de la baisse doit coïncider avec l'échéance de l'option.

Comme les replis importants des actions sont peu fréquents, les options achetées arrivent généralement à échéance sans valeur et les primes qui y sont associées représentent alors un coût de portage élevé qui nuit considérablement au rendement de la stratégie (figure 14).

Figure 14 – Les stratégies génériques liées aux options se sont révélées une source d'assurance coûteuse



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg LLC. Les rendements cumulatifs présentés proviennent de l'indice de risque de baisse extrême CBOE Eurekahedge. Cet indice est composé de sept fonds équilibrés. L'indice est conçu pour fournir une mesure générale du rendement des gestionnaires de fonds de couverture sous-jacents qui cherchent expressément à réaliser une appréciation du capital en période de tensions extrêmes sur les marchés. Échantillon : de janvier 2008 à avril 2021.

L'expérience réelle des investisseurs pourrait être pire que ce qui est présenté à la figure 14; la nature épisodique des replis boursiers incite les investisseurs à adopter ces stratégies immédiatement après un repli, mais à alléger leurs positions avant que le prochain repli ne survienne, à mesure que le biais de récence réapparaît (AQR, 2020; Institutional Investor, 2020).

b) Stratégies liées aux options de vente conditionnelles

Une solution au coût de portage élevé et à la dépendance au temps d'une stratégie d'options naïve est d'opter pour la protection offerte par les options de vente conditionnelles. Cette solution combine les aspects les plus intéressants de diverses stratégies de couverture. À titre d'exemple, la décision d'acheter des options de vente peut se fonder sur le momentum ainsi que sur la volatilité implicite des actions. Il est également possible d'intégrer des déclencheurs prédéfinis pour sortir de la position tout en réalisant des bénéfices. Ainsi, la stratégie continue de fournir une assurance durant les replis boursiers, mais le coût de portage est réduit au minimum en périodes de faiblesse des marchés et, par conséquent, le rendement cumulé de la stratégie est plus intéressant (figure 15).⁵

Figure 15 – Combiner différents aspects de l'atténuation de l'effet des événements extrêmes au sein de stratégies liées aux options de vente conditionnelles peut maintenir une protection et réduire les coûts de portage

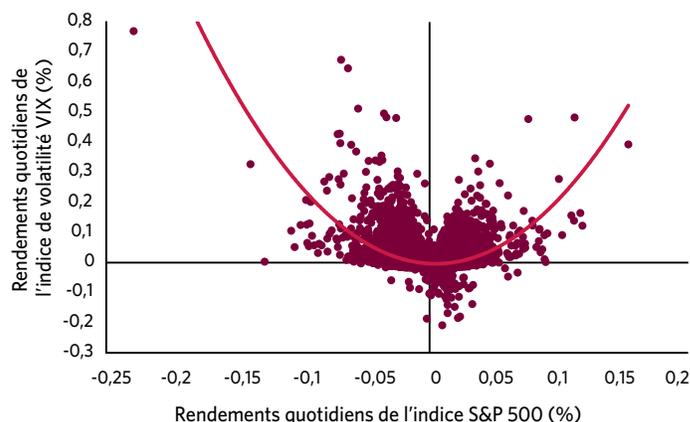


L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg LLC. Exemple de rendement rétrotesté. Avant déduction des frais, mais après déduction des coûts. Échantillon : de janvier 2007 à avril 2021.

c) Options liées à la volatilité des actions

Une autre stratégie d'options est celle qui exploite la relation de convexité entre les replis boursiers et la volatilité implicite des actions. Lorsque les cours boursiers baissent, la volatilité implicite, mesurée par l'indice de volatilité VIX, a tendance à augmenter de façon démesurée (figure 16). Le bêta historique de l'indice par rapport aux replis importants de l'indice S&P 500 dépasse un.

Figure 16 – La volatilité implicite des actions affiche un bêta des actions plus élevé que l'unité, y compris durant les replis boursiers

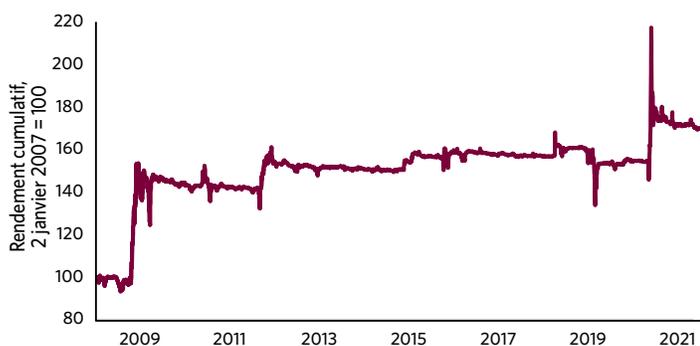


L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant des tiers fournisseurs de services suivants : Bloomberg LLC et Barclays. Données quotidiennes. Échantillon : du 1^{er} janvier 1927 au 30 avril 2021.

Nous pouvons tirer parti de cette relation pour mettre en œuvre une stratégie d'atténuation du risque. La première étape consiste à acheter des options d'achat dans le cadre d'un contrat à terme de 3 mois sur l'indice de volatilité VIX. En l'absence d'un modèle permettant de prévoir la volatilité avec précision qui aurait favorisé une mise en œuvre plus agile, nous devons encore une fois composer avec un coût de portage élevé associé à une exposition persistante aux options de vente; la plupart du temps, ces options d'achat arriveront à échéance sans valeur et l'acheteur perdra la prime.

Une façon de réduire au minimum les coûts de portage consiste à vendre simultanément les positions vendeur sur options de vente liées à l'indice S&P 500.⁶ Si aucun repli des actions ni pic de volatilité connexe ne surviennent avant l'échéance, la prime gagnée au titre des positions vendeur sur options de vente compensera à peu près les coûts de portage négatifs de la position acheteur sur option d'achat liée à l'indice de volatilité VIX; la stratégie atteindra donc, de façon générale, le seuil de rentabilité. On ajoutera de la valeur si les gains réalisés sur la position acheteur sur option d'achat liée à la volatilité durant un repli des marchés boursiers sont supérieurs aux pertes subies sur les positions vendeur sur options de vente et si le pic de volatilité survient en même temps que le repli des marchés boursiers. Par le passé, ces conditions ont été remplies (figure 17).

Figure 17 – Les stratégies d'options qui exploitent la relation entre les rendements boursiers et la volatilité peuvent atténuer les effets des événements extrêmes



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg LLC. Exemple de rendement rétrotesté. Avant déduction des frais et des coûts. Échantillon : de janvier 2008 à avril 2021.

Structuration des solutions d'atténuation du risque de pertes extrêmes du portefeuille

L'étendue des placements et la gestion rigoureuse du risque sont essentiels pour composer un portefeuille bien constitué qui atteint les rendements cibles à long terme. L'étendue des placements exige que les investisseurs incluent une grande diversité de risques assortis de récompenses dans les portefeuilles, plutôt que de s'en remettre à quelques-uns seulement. Cette exigence vaut également pour les mesures d'atténuation du risque de pertes extrêmes. La source des replis sur les marchés des actions et la rapidité des reprises subséquentes diffèrent toutes – par exemple, la pandémie mondiale en 2020, la crise des prêts hypothécaires à risque en 2007 et la bulle technologique en 2000 –, si bien que nous pouvons affirmer qu'une approche universelle d'atténuation des risques est mal avisée (figure 18).

Figure 18 – Les contextes entourant les replis sur les marchés des actions sont rarement comparables

Marché baissier	Éclatement de la bulle technologique de 2000	Grande crise financière de 2007	Pandémie de COVID-19 de 2020
Cause du décrochage	Surévaluation dans le secteur des technologies et 11 septembre	Système financier surendetté	Pandémie mondiale
Repli du sommet au creux	- 50 %	- 58 %	- 35 %
Vitesse du repli	Lente	Modérée	Rapide
Durée avant l'atteinte du creux	638 jours de bourse	354 jours de bourse	23 jours de bourse
Temps nécessaire pour reprendre le terrain perdu	4,8 ans	4,1 ans	5 mois

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg LLC.

Dans cet article, nous avons présenté une gamme de stratégies pratiques d'atténuation des risques qui exploitent le rendement d'une grande variété de sources. Pour être acceptables, ces stratégies doivent démontrer qu'elles sont en mesure d'atténuer l'incidence des replis prononcés du marché des actions sur le portefeuille, tout en n'encourant pas de coût de renonciation à long terme sous forme de rendement attendu perdu en raison d'une réduction de la pondération stratégique des actions de sociétés ouvertes.

Afin d'évaluer cette capacité, nous effectuons une simulation en fonction d'un portefeuille qui combine une pondération en actions de base avec l'ensemble des stratégies de couverture fondées sur des instruments dérivés présentées ci-dessus (figure 19 et tableau 1). Nous obtenons une amélioration du rendement cumulé à long terme par rapport au portefeuille initial constitué uniquement d'actions. Nous réduisons également la durée et l'ampleur des replis.

Figure 19 – Les superpositions de couvertures au moyen de produits dérivés peuvent atténuer l'incidence des replis prononcés périodiques du marché des actions sans renoncer au rendement à long terme



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg LLC. Données quotidiennes. Simulation à des fins illustratives. Couvertures = portefeuille mixte équilibré constitué des stratégies de superposition des instruments dérivés examinées dans le présent article. Échantillon : du 2 janvier 2007 au 30 avril 2021.

Tableau 1 – Comparaison du rendement du portefeuille avec et sans stratégies de couverture fondées sur des instruments dérivés

Données quotidiennes	S&P 500	S&P 500 + couvertures
Ratio d'information	0,36	0,45
Rendement annualisé	7,56 %	8,12 %
Repli le plus long (jours)	1 599	1 396
Repli cumulatif maximal	-61,991 %	-51,90 %
Repli maximal 1 jour	-10,96 %	-9,94 %
Asymétrie	-0,56	-0,09

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg LLC. Simulation à des fins illustratives. Couvertures = portefeuille mixte équilibré constitué des stratégies de superposition des instruments dérivés examinées dans le présent article. Échantillon : du 2 janvier 2007 au 30 avril 2021.

Il n'y a pas deux replis identiques. Pour examiner la robustesse de nos stratégies de superposition et de couverture au moyen d'instruments dérivés, nous analysons le rendement lors de quatre épisodes de repli distincts : la crise financière de la zone euro en 2011, la réduction des mesures de relance aux États-Unis en 2013, le ralentissement de la croissance en Chine en 2015 et la crise de la COVID-19 en 2020. Pour chacun d'entre eux, nous examinons le rendement de l'indice S&P 500 par rapport à un portefeuille qui combine l'exposition à cet indice avec un portefeuille mixte équilibré constitué de nos stratégies de couverture fondées sur des instruments dérivés (tableau 2).⁷ Lors de chaque épisode, le portefeuille intégrant des stratégies de couverture affiche un rendement supérieur et l'ampleur des replis est nettement réduite.

Tableau 2 - Le rendement de nos stratégies de couverture fondées sur des instruments dérivés se montre résilient lors des scénarios de simulation de crise

a) Crise financière de la zone euro en 2011

D'avril 2011 à octobre 2011	S&P 500	S&P 500 + couvertures
Repli le plus long (jours)	108	108
Repli cumulatif maximal	-20,72 %	-16,30 %
Repli maximal 1 jour	-7,50 %	-6,30 %

b) Réduction des mesures de relance aux États-Unis en 2013

De mai 2013 à octobre 2013	S&P 500	S&P 500 + couvertures
Repli le plus long (jours)	34	34
Repli cumulatif maximal	-5,74 %	-5,17 %
Repli maximal 1 jour	-2,48 %	-2,19 %

c) Ralentissement de la croissance en Chine en 2015

D'août 2015 à novembre 2015	S&P 500	S&P 500 + couvertures
Repli le plus long (jours)	59	50
Repli cumulatif maximal	-11,08 %	-9,12 %
Repli maximal 1 jour	-5,22 %	-4,54 %

d) Crise de la COVID-19 en 2020

D'août 2015 à novembre 2015	S&P 500	S&P 500 + couvertures
Repli le plus long (jours)	23	23
Repli cumulatif maximal	-35,95 %	-29,09 %
Repli maximal 1 jour	-10,96 %	-9,94 %

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg LLC. Simulation à des fins illustratives. Couvertures = portefeuille mixte équilibré constitué des stratégies de superposition des instruments dérivés examinées dans le présent article. Échantillon : du 2 janvier 2007 au 30 avril 2021.

Conclusion

Il est difficile d'atténuer l'incidence des replis ponctuels, mais importants, du marché des actions sur le rendement du portefeuille. Chaque repli est déclenché par un catalyseur différent et prend fin selon un calendrier et un ensemble de paramètres uniques. Le manque d'uniformité exige que les solutions proposées englobent l'éventail des placements, la diversification et la gestion rigoureuse du portefeuille.

Dans cet article, nous avons présenté plusieurs stratégies possibles. Aucune n'est parfaite, mais toutes semblent offrir une complémentarité contributive. Le fonds SRAAM CIBC couvre bon nombre d'entre elles. C'est ce qu'on appelle l'atténuation du risque de pertes extrêmes à un prix raisonnable.

Parlons ensemble

Si vous avez des questions au sujet de ce rapport ou de tout autre sujet, n'hésitez pas à communiquer avec :

Michael Sager, PH. D.

Vice-président, Multiclasse d'actifs et gestion des devises

Gestion d'actifs institutionnels

michael.sager@cibc.com

416 980-6301

Références

AQR (2020), Tail Risk Hedging: Contrasting Put & Trend Strategies.

Baltussen, G, Z. Da, S. Lammers et M. Martens (2020), Hedging Demand & Market Intraday Momentum.

Deutsche Bank (2019), DB Trend Intraday Equity Strategy.

Gao, L., Y. Han, S. Zhengzi et G. Zhou (2018), Market Intraday Momentum. *Journal of Financial Economics*, 129(2), 394-414.

Goldman Sachs (2020), GS Intraday Momentum.

Institutional Investor (2020), The Inside Story of CalPERS' Untimely Tail-Hedge Unwind.

Israelov, R. (2019), Pathetic Protection: The Elusive Benefits of Protective Puts. *The Journal of Alternative Investments*, 21(3).

Meketa (2019), Risk Mitigation Strategies.

¹ Geoffrey Githaiga est analyste principal et Patrick Thillou est chef, tous deux au sein de l'équipe Produits structurés et négociation de Gestion d'actifs CIBC (GAC). Michael Sager est vice-président, Multiclasse d'actifs et gestion des devises, au sein de l'équipe de Gestion d'actifs institutionnels de GAC.

² Le fonds SRAAM englobe également des stratégies de couverture des instruments dérivés semblables à celles dont il est question dans le présent document, il adopte ainsi une stratégie plus large que la plupart des fonds macroéconomiques.

³ Calculé sur des périodes mobiles de 3 ans.

⁴ Au 30 avril 2021. Rendements annualisés de la Stratégie de rendement absolu d'actifs multiples CIBC (série O) - 1 an : 5,6 %, depuis la création (22 octobre 2018) : 6,6 %.

⁵ Nous déployons nos stratégies illustratives de couverture fondées sur des instruments dérivés en fonction du S&P 500, compte tenu de la liquidité de cet indice boursier.

⁶ Un écart position vendeur sur option de vente implique simultanément la vente et l'achat d'options de vente de l'indice S&P 500 ayant la même date d'échéance.

La position vendeur sur option de vente a un prix d'exercice supérieur à celui de la position acheteur sur option de vente (qui est incluse afin de limiter le risque de la position), générant ainsi une prime nette positive pour le vendeur. Cette dernière sert à financer la position acheteur sur option d'achat sur le contrat à terme standardisé de l'indice de volatilité VIX. Nous remarquons que cette stratégie comporte un certain risque de base associé et ne constitue donc pas une couverture parfaite.

⁷ Nous affectons 90 % du capital de notre portefeuille illustratif aux actions et 10 % à notre stratégie de couverture de portefeuille mixte.

Le présent document vise à donner des renseignements généraux et ne doit pas être interprété comme un conseil de placement. Il ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le document datent du moment de sa publication et peuvent changer. Gestion d'actifs CIBC inc. utilise plusieurs styles de placement pour ses diverses plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe Gestion des devises et peuvent différer des opinions des autres équipes. Ces renseignements ne constituent pas des conseils juridiques ni des conseils fiscaux.

Lorsqu'elle en a l'autorisation, GAC peut utiliser d'autres instruments dérivés pour la gestion de ses comptes. GAC peut utiliser des instruments dérivés, comme des contrats à terme, des contrats à terme de gré à gré, des swaps, des options, des bons de souscription couverts, des titres de participation assimilables à des titres de créance avec option, ou toute combinaison de ces instruments, dont la valeur est basée sur le cours du marché, un indice ou le cours/la valeur d'un titre, une devise, une marchandise ou un instrument financier. Les instruments dérivés peuvent être utilisés pour établir des positions en devises.

« Couverture : compensation ou réduction du risque associé à la totalité ou à une partie d'un placement ou groupe de placements existant. Les opérations de couverture croisée sont permises s'il existe un haut degré de corrélation entre les changements de valeur au marché du placement ou groupe de placements à couvrir et l'instrument de couverture; Établissement d'exposition par rapport à certains marchés : réplique des actions, des titres à revenu fixe, des instruments du marché monétaire, des devises ou d'autres indices ou titres dans le but de réduire les frais d'exploitation et d'accroître la liquidité; Facilitation du processus de gestion de placement : augmentation de la rapidité, de la souplesse et de l'efficacité des opérations de gestion de placement du compte du client; Rendements potentiels accrus : immobilisation des avantages procurés par les coûts inférieurs et les opérations d'arbitrage, sauf dans le cas des comptes de client privés. »

Certains renseignements que nous vous avons fournis pourraient constituer des énoncés prospectifs. De tels énoncés comportent des risques, connus ou non, des incertitudes et d'autres facteurs qui peuvent faire en sorte que les résultats ou les rendements diffèrent sensiblement des résultats ou des rendements dont il est fait mention de façon explicite ou implicite dans les énoncés prospectifs.

Les résultats hypothétiques comportent de nombreuses limites, dont certaines sont décrites ci-dessous. Rien ne garantit qu'un compte enregistrera un bénéfice ou des pertes similaires à ceux présentés ici. En fait, il peut souvent y avoir des écarts importants entre les résultats hypothétiques et les résultats réels subséquentement atteints par un programme de négociation donné.

L'une des limites des résultats hypothétiques est qu'ils s'appuient généralement sur une analyse rétrospective. De plus, les programmes de négociation hypothétiques ne comportent pas de risques financiers et aucun ne peut entièrement tenir compte des effets des risques financiers d'un véritable programme de négociation. Par exemple, la capacité de résister aux pertes ou d'adhérer à un programme de négociation donné malgré des pertes importantes est un élément essentiel qui pourrait influencer négativement sur les résultats réels. Il existe de nombreux autres facteurs liés aux marchés en général ou à la mise en œuvre des programmes qui ne peuvent pas être entièrement pris en compte dans la préparation des résultats hypothétiques et qui pourraient influencer négativement sur les résultats des programmes réels.

Le logo CIBC et « Gestion d'actifs CIBC » sont des marques de commerce de la Banque CIBC, utilisées sous licence.

Le contenu du présent document est la propriété exclusive de Gestion d'actifs CIBC et ne doit pas être distribué sans son consentement préalable.