

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

LES AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION

FAUT-IL PRIVILÉGIER LA GESTION ACTIVE OU LA GESTION PASSIVE?



3E

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)



Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

FAUT-IL PRIVILÉGIER LA GESTION ACTIVE OU LA GESTION PASSIVE?

Gestion active ou gestion passive des actifs?

Voilà un débat qui dure depuis de nombreuses années et qui n'a pas fini de faire couler l'encre.

Le nœud de la question est le suivant : Est-il possible d'obtenir de façon fiable des rendements supérieurs à ceux des indices de référence des marchés grâce à une forme de gestion active? Le présent document traite de plusieurs arguments à l'égard de la gestion active : tantôt pour, tantôt contre. Mais avant d'aborder cet aspect, il pourrait être utile d'expliquer la terminologie suivante : gestion indicielle, passive, quantitative et active.

INDICES PONDÉRÉS EN FONCTION DE LA CAPITALISATION

Les indices pondérés en fonction de la capitalisation sont le type d'indices boursiers le plus courant. Ces indices représentent la valeur au marché totale d'un segment du marché boursier (comme celui des actions de sociétés à grande capitalisation ou celui des titres à revenu fixe de qualité supérieure). La pondération de chaque titre qui compose un indice pondéré en fonction de la capitalisation est déterminée selon la valeur de sa capitalisation totale par rapport à celle de l'ensemble des titres qui composent l'indice. Par exemple, Apple Corp. avait une capitalisation boursière totale d'environ 677 milliards de dollars au 29 janvier 2015, alors que la valeur combinée de tous les titres qui composent l'indice S&P 500 était de 17 417 milliards de dollars. Ainsi, la pondération du titre d'Apple par rapport à l'indice S&P 500 était d'environ 3,89 %. Apple constituait, à cette date, la plus grande société de l'indice. La plus petite société avait une pondération d'environ 0,01 % et valait quelques milliards de dollars. Parmi les indices pondérés en fonction de la capitalisation figurent l'indice S&P 500, l'indice composé S&P/TSX et l'indice MSCI ACWI. Les indices pondérés en fonction de la capitalisation sont ceux qui offrent le reflet le plus fidèle du marché.

L'approche indicielle consiste à investir dans un produit qui a été conçu pour reproduire un indice le plus exactement

possible. Environ 40 % de l'ensemble des produits d'actions sont indexés sur des indices pondérés en fonction de la capitalisation (ou sont quasi indexés - un modèle de gestion appelé *benchmark-hugging*, en anglais -), ce qui veut dire que 60 % de l'ensemble des produits d'actions sont à gestion active. De nombreux produits, dont des fonds communs de placement ou des fonds négociés en bourse (FNB), sont conçus pour reproduire les indices pondérés en fonction de la capitalisation. L'un des arguments avancés pour justifier le placement dans des produits indiciels est le fait que leurs frais d'opération et de gestion sont plus bas que ceux d'autres produits. Un autre argument est que peu de gestionnaires qui utilisent l'approche active réussissent à obtenir des rendements à long terme supérieurs à ceux des indices de référence des marchés, après déduction des frais. Il a été démontré que les fonds communs de placement offrent en moyenne un rendement presque similaire à celui de leurs indices de référence, avant déduction des frais, et un rendement inférieur à celui de leurs indices de référence, après déduction des frais¹. En fait, moins de 30 % des produits non indiciels et des gestionnaires qui utilisent une approche de gestion non indicielle réussissent à surpasser à long terme les indices pondérés en fonction de la capitalisation (sur cinq à dix ans, par exemple). Pourquoi? Voici les deux principales raisons.

La première, c'est qu'investir constitue en fait un jeu à somme nulle avant déduction des frais. Cela s'explique par le fait que tous les titres émis sur le marché doivent être détenus par des investisseurs (particuliers, caisses de retraite, fonds communs de placement, etc.). À titre d'exemple, si un titre comme celui d'Alphabet représente 2 % de la valeur de l'ensemble des titres disponibles sur le marché boursier et qu'un investisseur détient plus de 2 % d'Alphabet dans son portefeuille, il s'ensuit qu'un autre investisseur ou plusieurs investisseurs ensemble en détiendront moins de 2 % dans leur portefeuille. Il ne peut en être autrement, car la propriété totale des titres d'Alphabet doit correspondre à 2 % de la valeur totale des titres détenus par les investisseurs. Par conséquent, si Alphabet obtient un rendement supérieur à celui de son indice de référence et que vous détenez plus d'Alphabet que sa part du marché de 2 %, votre portefeuille générera un meilleur rendement que l'indice de référence (toutes choses étant égales par ailleurs). Toutefois, si vous détenez une plus grande proportion de titres d'Alphabet que n'en comporte l'indice de référence, il s'ensuit que d'autres investisseurs en détiendront moins et qu'ils obtiendront nécessairement un rendement inférieur à celui de l'indice de référence (toutes

choses étant égales par ailleurs). Autrement dit, l'argument du jeu à somme nulle implique, abstraction faite des frais, que pour chaque investisseur dont le rendement dépasse de 1 \$ celui de l'indice de référence, il y a un ou plusieurs investisseurs dont le rendement est inférieur de 1 \$ à celui de l'indice de référence. La probabilité d'obtenir un rendement supérieur à celui de l'indice de référence est de 50 %. Ainsi, pour gagner au jeu de la gestion active, un gestionnaire doit non seulement être vraiment bon à ce jeu, mais il doit aussi être meilleur que la majorité des autres gestionnaires.

La deuxième raison, c'est que la gestion d'actifs n'est pas un service gratuit. En règle générale, la gestion active coûte plus cher que la gestion indicielle. Lorsque tous les frais sont considérés, un dollar de gain avant déduction des frais correspond à moins de un dollar de gain après déduction des frais; un dollar de perte avant déduction des frais correspond à plus de un dollar de perte après déduction des frais. Dès que les frais sont pris en considération, la gestion active n'est plus un jeu à somme nulle, c'est plutôt un jeu à somme négative. Ainsi, pour gagner au jeu de la gestion active, un gestionnaire doit non seulement être meilleur que les autres gestionnaires, mais il doit aussi réussir à générer des gains supérieurs à l'ensemble de ses frais.

Étant donné l'argument du jeu à somme nulle avant frais et le fait que les gestionnaires qui utilisent une approche de gestion active exigent généralement des frais plus élevés, la théorie de même que les données empiriques démontrent que moins de 30 % approximativement des fonds à gestion active obtiennent un rendement à long terme supérieur à celui d'un produit indiciel bon marché. Ce n'est pas une prévision, mais plutôt une réalité d'ordre structurel. Sachant qu'un investisseur a moins de trois chances sur dix de trouver le produit ou le gestionnaire gagnant sur des horizons de placement de cinq à dix ans, la vraie question devient la suivante : Est-il possible de déterminer d'avance les gestionnaires et les produits les plus susceptibles d'obtenir des rendements supérieurs à ceux des indices du marché? Avant de répondre à cette question, voici d'autres types de produits indiciels.

AUTRES INDICES

Par définition, les produits qui ne sont pas conçus en fonction de principes de capitalisation peuvent être considérés comme des produits à gestion active. Toutefois, il existe de nombreux produits qui suivent des indices non pondérés en

¹ Fama, Eugene F. et French, Kenneth R. « Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns », *The Journal of Finance*, 2010, vol. 65, p. 1915-1947.

fonction de la capitalisation. En principe, un indice résulte de trois critères : i) le critère d'admissibilité des titres qui le composent (comme les titres des 1 000 plus grandes sociétés, en fonction de la capitalisation); ii) le critère de pondération de chaque titre (comme l'utilisation du ratio de la capitalisation d'un titre comparée à la capitalisation totale de tous les titres admissibles); iii) le critère du rééquilibrage de la répartition à sa cible. Par exemple, le critère de répartition de l'indice S&P 500 Equal Weight correspond simplement au ratio de 1 sur n (soit le nombre de titres qui composent l'indice) et la proportionnalité est rééquilibrée à 1 sur n chaque trimestre. Il existe bon nombre d'autres règles de répartition, dont celles qui se fondent sur les éléments suivants :

- les mesures comptables, comme celles des ventes, de la valeur comptable, des flux de trésorerie, etc.;
- la valeur du dividende, le rendement de dividende et la croissance des dividendes;
- les mesures de facteurs de risque, comme celles du bêta au marché, du prix sur la valeur comptable, du momentum, etc.;
- les méthodes de diversification, comme celles de la faible volatilité ou de la diversification maximale.

Par exemple, l'indice S&P 500 Dividend Aristocrats mesure le rendement des sociétés de l'indice S&P 500 qui ont augmenté leurs dividendes chaque année au cours des 25 dernières années. Il traite chaque société qui le compose comme une occasion distincte d'investissement, sans tenir compte de la taille de la société; une pondération égale est attribuée à chacune. En règle générale, il semble qu'un processus d'assemblage de portefeuille se fait reconnaître comme un indice lorsque celui-ci est largement accepté ou créé par une institution reconnue. Le fait de porter le titre d'indice renforce sa réputation auprès des investisseurs, à juste titre ou non.

Les indices qui sont conçus en fonction de critères d'admissibilité et de répartition bien définis, et non en fonction de principes de pondération selon la capitalisation, visent généralement à mettre l'accent sur des expositions précises à des facteurs de risque autres que le risque propre au marché des actions. Ils visent notamment à mettre l'accent sur le risque propre aux primes de risque, tels valeur et momentum. Ces indices sont fondés sur des règles de constitution systématiques, bien comprises et bien définies, mais la structure et le rendement de ces indices différeront grandement de la structure et du rendement des indices pondérés en fonction de la capitalisation. Dans le

présent document, l'appellation « indices à gestion passive » sera utilisée pour faire référence aux indices qui ne sont pas fondés sur des principes de capitalisation boursière et l'appellation « produits à gestion passive » pour faire référence aux produits qui suivent ces indices simplement parce que leurs règles de constitution commandent de le faire systématiquement. Du point de vue du rendement, il est cependant possible de conclure que les indices non pondérés en fonction de la capitalisation ainsi que les produits qui les suivent sont loin d'être des indices ou des produits à gestion passive. Ils représentent un « pari actif » contre le marché.

Il peut aussi s'avérer difficile de faire la différence entre un produit à gestion passive et un produit à gestion quantitative. C'est peut-être même peine perdue. La famille des produits d'actions à faible volatilité en est un exemple. Certains produits sont conçus selon une méthode d'échantillonnage qui exclut simplement les titres les plus risqués (comme une tranche de 30 % des titres les plus volatils), d'autres selon une méthode qui pondère les titres en fonction de l'inverse de leur volatilité (par l'attribution de pondérations relatives plus grande à des titres moins risqués et vice versa), et d'autres selon une méthode d'optimisation qui vise à atteindre statistiquement la plus faible volatilité. Est-ce que les deux premières méthodes sont à gestion passive et la troisième à gestion quantitative? Est-ce que toutes ces méthodes sont passives ou quantitatives? Cela a-t-il de l'importance?

GESTION ACTIVE

Les gestionnaires qui utilisent l'approche fondamentale, souvent appelés gestionnaires actifs, se fondent sur des études analytiques, des prévisions absolues ou relatives sur les rendements espérés ainsi que sur leur jugement et leur expérience pour prendre des décisions d'investissement se rapportant à la sélection des titres à acheter ou à vendre et à l'attribution des pondérations de chaque titre. Ce type de gestionnaire pratique habituellement une philosophie d'investissement précise et suit des méthodes d'investissement et d'analyse bien définies. À la différence des produits à gestion passive, qui peuvent généralement répliquer de façon exacte la composition de la structure du portefeuille par l'application d'une série de règles très précises, les gestionnaires qui ont recours à l'approche fondamentale se permettent de mettre à profit leurs compétences et leurs connaissances dans le cadre de l'élaboration de la composition et de la répartition d'actifs de leurs portefeuilles.

PRODUITS À GESTION PASSIVE

ET GESTION ACTIVE

Si l'investisseur n'est pas convaincu de la capacité des produits à gestion active de produire des rendements supérieurs, après déduction des frais, à ceux d'un indice pondéré en fonction de la capitalisation, il pourra alors prendre la décision rationnelle d'acheter tout simplement les produits indiciels les plus abordables sur le marché auprès de sociétés fiables. De même, il peut vouloir investir dans des produits à gestion passive ou à gestion active abordables lorsqu'il recherche des caractéristiques précises de produits qui conviennent à ses besoins; par exemple, un produit qui génère un revenu courant élevé. Les incidences fiscales peuvent également influencer sur le choix de produits particuliers.

Les produits à gestion passive (qui ne sont pas pondérés en fonction de la capitalisation) pourraient certes être considérés comme une forme de gestion active, même si les règles de constitution du portefeuille sont systématiques. Pour quelles raisons peut-on s'attendre à ce qu'un produit à gestion passive obtienne un rendement supérieur à celui l'indice pondéré en fonction de la capitalisation à long terme? D'abord, il faut reconnaître que les règles de répartition au sein de ces produits ne présument pas que nous ayons la capacité d'établir de façon explicite des prévisions de rendements espérés, c'est-à-dire de prévoir que l'action ou le secteur « A » obtiendra un rendement supérieur de 5 % à celui de l'action ou du secteur « B » au cours des 12 prochains mois. L'exercice de répartition des titres en fonction, par exemple, du principe de la pondération égale, du paiement de dividendes ou de la valeur comptable ne requiert pas d'établir de façon explicite des prévisions de rendements. Ainsi, les produits à gestion passive sont axés sur la diversification et visent à atteindre de façon implicite ou explicite des expositions précises à des facteurs de risque. Il s'agit donc plutôt de produits qui reposent sur l'établissement de prévisions implicites de rendements espérés, comme d'établir que les titres de valeur sont susceptibles à long terme d'obtenir de meilleurs rendements moyens que les titres de croissance ou encore que les titres dont le cours présente un momentum supérieur à celui d'autres titres sont susceptibles d'obtenir de meilleurs rendements. Tout cela est implicite.

Il n'y a actuellement pas de consensus sur la manière de classer les produits à gestion passive, mais voici une classification selon trois types de méthodes de

diversification proposés Langlois et Lussier (2017)² :

- Les produits axés explicitement sur des primes de risque spécifiques – Ce sont, par exemple, des produits qui favorisent des expositions à des primes de risque, comme la prime liée au style valeur, à la faible capitalisation, au momentum positif et au faible beta.
- Les produits qui tentent d'éviter une faiblesse particulière des indices pondérés en fonction de la capitalisation – Les indices pondérés en fonction de la capitalisation ont recours au cours du titre de chaque société, pour déterminer la pondération du titre dans l'indice. Il est reconnu que la valeur attribuée par le marché à un titre est généralement erronée relativement à sa valeur fondamentale réelle, qui est inconnue. Les marchés sont volatils, car les investisseurs ne cessent d'intégrer de nouveaux renseignements dans leur quête de la valeur fondamentale réelle (inconnue). Et l'incertitude crée de la volatilité. Toutefois, même s'il s'avère impossible de savoir si un titre est surévalué ou sous-évalué, il est raisonnable de supposer que s'il est en effet surévalué ou sous-évalué comparativement à d'autres, il sera nécessairement surpondéré (ou sous-pondéré) dans un indice pondéré en fonction de la capitalisation. La surévaluation (ou la sous-évaluation) relative d'un titre est fortement liée à sa surpondération (ou à sa sous-pondération) dans un indice pondéré en fonction de la capitalisation. Faire appel à des produits qui n'utilisent pas le cours d'un titre pour déterminer la pondération de ce titre dans l'indice pourrait permettre d'éviter cet écueil. Parmi ces produits, il y a ceux à pondération égale ($1/n$) et ceux qui utilisent des mesures comptables (comme la valeur comptable et les ventes) pour établir la répartition. Par exemple, il n'y a vraisemblablement aucun lien entre un mécanisme de pondération de $1/n$ et le niveau de surévaluation ou de sous-évaluation d'un titre.
- Les produits qui visent à mettre l'accent sur la faible volatilité ou sur d'autres principes de diversification efficiente – Ce sont des produits qui améliorent leur rendement composé à long terme au moyen d'une gestion efficiente de la volatilité. Deux exemples de tels concepts sont les produits à volatilité minimale et à diversification maximale.

Peu importe le type de produits, selon la classification présentée ci-dessus, tous s'exposent à un certain nombre de facteurs de risque. Les premiers sont conçus pour créer une exposition à des facteurs de risque précis et explicites

² Lussier, Jacques et Langlois, Hugues. *Rational Investing*, 2017, Columbia University Press, chap. 5.

(par exemple, un produit conçu pour offrir un biais en faveur des titres de valeur), alors que les deux autres créent une exposition implicite aux facteurs de risque. Un fonds de style valeur (le premier type) est exposé à la prime de risque propre à la valeur, puisque la méthode de constitution de ce type de fonds met spécifiquement l'accent sur les titres de sociétés se négociant à un prix avantageux, comme les titres de société qui ont de faibles ratios cours-valeur comptable. Il s'agit là d'un biais explicite.

Cependant, qu'en est-il d'un produit à faible volatilité conçu avec un optimiseur qui a recours principalement à l'information sur les rendements historiques? Il serait possible de démontrer qu'un tel produit s'expose aussi en règle générale à la prime de risque propre à la valeur, même si la méthode de constitution du portefeuille n'utilise pas de façon explicite l'information qui peut servir à catégoriser les titres de valeur ou de croissance. Autrement dit, la méthode d'optimisation met implicitement l'accent sur les titres de sociétés se négociant à un prix avantageux simplement parce que ces titres présentent généralement une volatilité moyenne plus faible que les titres de croissance. De la même façon, un produit à pondération égale met implicitement l'accent sur les titres de plus petites sociétés. Tout cela est implicite.

Il importe de reconnaître que, même s'il y avait accord sur l'efficacité des principes sous-jacents mentionnés ci-dessus et sur leur capacité de produire des rendements à long terme supérieurs à ceux des indices pondérés en fonction de la capitalisation, l'écart de rendement (l'erreur de suivi) à court terme des produits à gestion passive par rapport aux indices traditionnels peut être important. Il se pourrait donc que ces modèles obtiennent des rendements nettement inférieurs à ceux des indices de référence reposant sur un critère de capitalisation pendant plusieurs années, même s'ils finissaient par obtenir des rendements à long terme supérieurs.

Les gestionnaires qui utilisent l'approche fondamentale s'affairent aussi à mettre en application au sein de leurs portefeuilles les méthodes de diversification mentionnées précédemment. Par exemple, un gestionnaire qui a recours à l'approche fondamentale et qui adopte un style valeur obtient une exposition au facteur valeur, tout comme le produit à gestion passive de style valeur y est exposé. Comme mentionné précédemment, les gestionnaires qui font appel

à l'approche fondamentale ont également la possibilité de mettre à profit leur expérience et leurs attentes en matière de rendement dans le cadre de l'élaboration des portefeuilles. Cela n'infléchit toutefois en rien l'argument du jeu à somme nulle. Un gestionnaire qui intègre ses attentes en matière de rendement à son approche doit quand même être meilleur que la majorité des autres gestionnaires pour réussir à long terme. Toutefois, il n'y a encore aucune évidence que les gestionnaires appliquant une approche fondamentale de style valeur surperforment les produits passifs ayant également un biais valeur. Les deux types d'approches s'exposent à des facteurs de risque similaires.

LES FACTEURS PEUVENT EXPLIQUER

LE RENDEMENT EXCÉDENTAIRE

Dans le document 3c, il a été démontré qu'il était possible de mesurer le rendement d'un facteur de risque. Il est donc possible d'expliquer à l'aide de ces mesures de facteurs de rendement comment et pourquoi un produit a fourni un rendement au cours de périodes passées. Le tableau qui suit présente le rendement d'un produit financier bien connu qui est analysé en utilisant soit le facteur de risque propre au marché des actions³ seulement, soit les cinq facteurs mentionnés dans le document 3c. Selon l'approche utilisée, il est possible de conclure ce qui suit :

- Si seul le facteur de risque du marché des actions est utilisé, le bêta au marché est de près de 1, mais le gestionnaire a généré un alpha de 2,14 %;
- Si les cinq facteurs de risque sont utilisés, le bêta au marché demeure similaire, mais le produit a également une exposition à d'autres facteurs de risque, principalement au risque propre à la valeur. Cependant, une fois le rajustement effectué en fonction des expositions aux différents facteurs, l'alpha se trouve entièrement expliqué.

³ Le facteur de risque propre au marché des actions représente le rendement excédentaire de tous les titres d'un ensemble donné de titres par rapport au taux sans risque.

LES AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION

Faut-il privilégier la gestion active ou la gestion passive

3E

	ALPHA	MARCHÉ DES ACTIONS	TAILLE DE LA SOCIÉTÉ	VALEUR	MOMENTUM	PRODUITS À BÊTA FAIBLE
Un facteur	2,14 %	0,99	-	-	-	-
Cinq facteurs	-0,23 %	1,01	-0,08	0,32	0,03	0,07

L'objectif de l'analyse des facteurs vise à mieux saisir les sources de rendement et de risque d'un produit donné ou d'un gestionnaire en particulier. De cette manière, l'investisseur est mieux outillé pour évaluer l'exposition au risque et déterminer si cet investissement convient à ses convictions en matière de placement et à son profil de risque.

Il est possible de se servir de cette analyse pour l'évaluation de l'ensemble des produits et des gestionnaires. Certains gestionnaires n'aiment pas cependant avoir à expliquer leurs rendements au moyen d'une approche fondée sur des facteurs; cela pourrait démystifier les sources de leurs rendements et les faire paraître moins exceptionnels.

Les produits indiciaires pondérés en fonction de la capitalisation sont habituellement les produits d'investissement les plus abordables et il est possible d'investir dans la plupart de ceux-ci au moyen de FNB ou de fonds indiciaires bon marché. C'est la meilleure approche d'investissement qui soit pour un investisseur qui ne croit pas en la possibilité d'obtenir des rendements supérieurs à ceux des indices de référence des marchés. En revanche, les produits qui sont gérés selon les approches de gestion passive et fondamentale représentent tous deux une forme de gestion active et ils comportent un risque important d'erreur de suivi. Dans le cas des produits à gestion passive, les attentes relatives à l'obtention de rendements supérieurs à ceux des indices de référence des marchés sont liées à la manière dont ils sont diversifiés et au fait qu'ils offrent, de façon explicite ou implicite, des expositions aux facteurs de risque. Les gestionnaires chevronnés qui utilisent l'approche fondamentale appliquent également des règles de diversification similaires, mais leur expérience et leurs attentes explicites en matière de rendement constituent un atout dans la balance. La principale question consiste à savoir si ces autres éléments contribuent à un meilleur rendement à long terme. Le débat n'est pas clos...