

Surmonter le biais de complexité

Élaborer un porte-
feuille qui peut résister à
l'épreuve du temps

Octobre 2024

Auteur : William Moriarty

Sommaire

- Au cours des dernières années, le secteur des placements a adopté des modèles d'élaboration de portefeuille plus complexes afin d'intégrer les actifs non liquides et non traditionnels.
- Plusieurs études ont montré que la complexité ne correspond pas nécessairement à l'efficacité pour ce qui est des résultats en matière de risque et de rendement du portefeuille.
- L'adoption d'une « approche holistique du portefeuille » plus simple peut faciliter la gestion des risques, la génération des rendements et la prise de meilleures décisions de gouvernance pour les propriétaires de portefeuille.

Contexte

En fin de compte, les propriétaires de portefeuille veulent deux choses simples (en l'apparence) : 1) générer des rendements qui permettront d'atteindre les objectifs du portefeuille à ce titre; et 2) gérer les contraintes de risque du portefeuille en équilibrant la préservation et la croissance du capital. La réalité des fondations, des fonds de dotation et des régimes de retraite est un peu plus complexe. Les fiduciaires font en effet l'objet d'une surveillance accrue visant à assurer l'allégeance aux objectifs du fonds et à éviter les conflits. Quoi qu'il en soit, même la responsabilité fondamentale des fiduciaires de régimes de retraite peut être énoncée de la même façon : définir un objectif de rendement et un appétit pour le risque du portefeuille tenant compte du passif qui est suffisant pour respecter la « promesse de retraite » sans augmenter les montants des cotisations.

La ruée vers les placements alternatifs

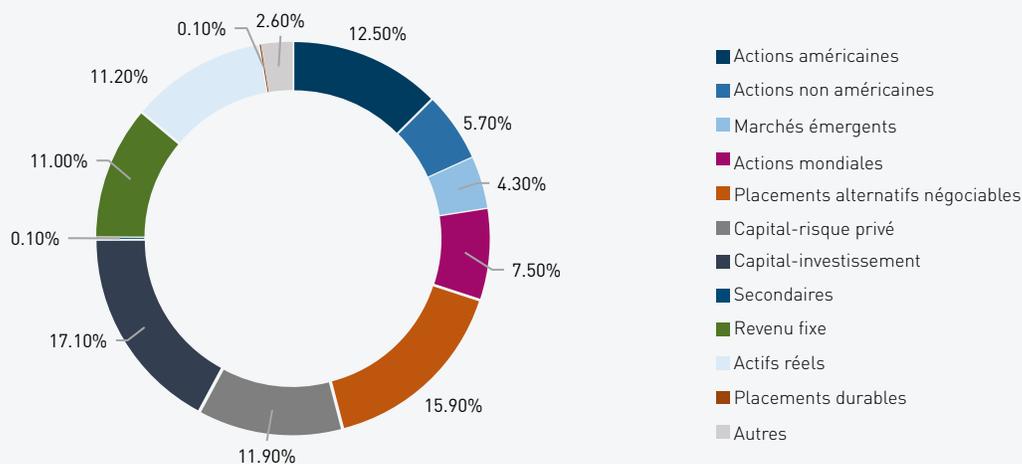
Depuis 2010, un terrain très propice où sont réunies plusieurs conditions structurelles (valorisations de départ modérées, mondialisation accrue, faible inflation, taux d'intérêt bas, croissance économique stable, etc.) permet aux investisseurs d'atteindre leurs objectifs sans prendre de risques excessifs. Prenons un exemple. Au cours de cette période de 15 ans, un simple portefeuille américain de risque modéré (c.-à-d. 60 % d'actions et 40 % de titres à revenu fixe) a produit un rendement annuel total de 9,9 %, tandis que le portefeuille canadien similaire a produit un rendement annuel de 6,3 %¹.

Au cours de cette période, des modèles de construction de portefeuille plus complexes ont aussi été adoptés dans le secteur des placements (voir l'exemple dans le graphique ci-dessous).

¹Source : Bloomberg. Données au 31 août 2024. Rendements calculés selon une répartition de 60 % et de 40 % des rendements annualisés de l'indice d'actions et de titres à revenu fixe américains et canadiens pour la période de janvier 2010 à août 2024. Actions américaines = indice S&P 500; titres à revenu fixe américains = indice Bloomberg Barclays US Corporate IG; actions canadiennes = Indice composé S&P/TSX; titres à revenu fixe canadiens = Indice des obligations de toutes les sociétés FTSE Canada.

Inspirés par les ouvrages et le succès de David Swensen² et du Yale Endowment office, de nombreux investisseurs ont délaissé les actions et les obligations au profit d'actifs non traditionnels et d'actifs non liquides (fonds de couverture, placements privés, infrastructures, immobilier privé, crédit privé, etc.).

Portefeuilles plus complexes – Répartition moyenne de l'actif des fonds de dotation américains (2023)



Source : Étude NACUBO-Commonfund sur les dotations, exercice 2023.

Par conséquent, l'univers de placement qui comprend désormais des catégories d'actifs plus nombreuses complique les deux objectifs principaux des propriétaires de portefeuille et soulève certaines questions difficiles. Quels groupes ou catégories d'actifs devraient être prioritaires? Quelle répartition choisir? Comment catégoriser les occasions qui ne rentrent pas facilement dans un segment?

Pour répondre à ces questions, il faut souvent élaborer des prévisions de risque et de rendement à long terme qui permettent de déterminer des « répartitions stratégiques optimales » de chaque groupe d'actifs. Le portefeuille cible est alors constitué d'une combinaison de ces catégories d'actifs distinctes. Le succès du portefeuille de répartition stratégique de l'actif qui en résulte est mesuré par un coefficient « alpha » par rapport à de nombreux indices de référence individuels et un indice de référence global.

À ce stade, on pourrait raisonnablement se demander si cette complexité accrue (et ce coût accru) en valent la peine.

²SWENSEN, David. Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment, Free Press, 2009.

Des études récentes indiquent qu'une complexité accrue n'est pas nécessairement le gage de meilleurs résultats

Plusieurs études publiées au cours de l'année écoulée ont porté sur cette question.

Par exemple, une étude américaine de juin 2024³ a permis de comparer les rendements de 145 régimes de retraite publics de juin 2000 à juin 2023 à ceux d'un portefeuille indiciel américain simple 60/40. La conclusion du point de vue de la recherche de rendements plus élevés que ceux du portefeuille indiciel était que **les régimes de retraite qui ont affiché un rendement plus élevé avant la crise financière mondiale ont toutefois affiché un rendement inférieur par la suite.**

Un autre document⁴ a étudié le rendement de 6 000 fonds privés couvrant les rachats, le capital-risque, le crédit et l'immobilier de 1980 à 2022. Les auteurs ont examiné le rendement absolu, les rendements relatifs (par rapport à un indice de référence) et les corrélations entre les actifs publics et privés. Ils ont souligné les rendements très épars dans chaque segment et, par conséquent, l'importance cruciale du choix du gestionnaire (une activité non gratuite en soi). L'analyse du rendement relatif de l'étude a démontré que **la génération d'un rendement supérieur dépendait fortement du choix de l'indice de référence utilisé.** Par exemple, le crédit privé a (en moyenne) surclassé les obligations de sociétés de catégorie investissement, mais est resté à la traîne des obligations de sociétés à rendement élevé. Certains éléments indiquent que les régimes sont plus enclins à choisir des indices de référence qui jouent en leur faveur. Enfin, les résultats concernant les corrélations entre les secteurs privé et public (difficiles à évaluer) indiquent que, bien que certains avantages de diversification subsistent, les marchés privé et public sont beaucoup plus corrélés depuis 2007, et les investisseurs devraient ne pas trop tabler sur ces avantages.

Un troisième document relativement récent⁵ examine les rendements annuels moyens (déduction faite de tous les coûts d'investissement) dans 200 régimes de retraite des secteurs public et privé et dans 12 catégories d'actifs globales, moyennant des ajustements appropriés pour tenir compte des décalages dans la communication de l'information associée aux catégories d'actifs non liquides (p. ex., les biens immobiliers non cotés, le capital-investissement et les autres actifs immobiliers). Au cours de la période de 24 ans (de 1998 à 2021) visée par cette étude, des différences notables entre les rendements des catégories d'actifs globales ont été notées. Voici deux des observations les plus intéressantes : Parmi les catégories d'actifs visées par l'étude, **1) l'immobilier privé a produit des rendements nets moyens sensiblement inférieurs à ceux des FPI ouvertes; 2) en général, les titres à revenu fixe et obligations à long terme américains ont enregistré les rendements ajustés au risque les plus élevés.**

³AUBRY, Jean Pierre et YIN, Yimeng. How Do Public Pension Plan Returns Compare to Simple Index Investing?, Brief 24-13, Centre for Retirement Research at Boston College, juin 2024.

⁴HENDRIX, Kaitlin et MEDHAT, Mamdouh. Understanding Private Fund Performance, Dimensional Fund Advisors, juillet 2024.

⁵BEATH, Alexander et FLYNN, Chris. Asset Allocation and Fund Performance of Defined Benefit Pension Funds in the United States 1998-2021, CEM Benchmarking Inc., octobre 2023.

Comment ces résultats cadrent-ils avec les rendements supérieurs aux indices de référence régulièrement publiés par de nombreuses institutions? Pour comprendre cet écart, il faut d'abord se rendre compte que la majeure partie du rendement d'un portefeuille (et environ 90 % de sa volatilité) peut être attribuée à l'indice de référence de la politique choisie.

Prise en compte de la somme, et non pas seulement d'éléments partiels

Dans une répartition stratégique de l'actif, c.-à-d. une vision du monde où les catégories d'actifs complexes sont catégorisées en groupes, la tendance consiste à comparer chaque catégorie d'actifs individuellement à un indice de référence et chaque équipe chargée d'une catégorie d'actifs gère le compartiment de capitaux qui lui est attribué par rapport à cet indice de référence restreint, en ayant une connaissance restreinte des répercussions sur l'ensemble du portefeuille.

Toutefois, la somme des rendements de ces éléments « optimaux » peut donner des résultats très différents de ceux obtenus grâce à une gestion plus coordonnée de portefeuille. L'approche holistique de portefeuille consiste à examiner des occasions concurrentes et à répartir les actifs entre ceux qui sont perçus comme offrant le meilleur rendement rajusté au risque en ce qui a trait aux répercussions sur les résultats du portefeuille total.

Pour citer le cofondateur d'EnnisKnupp⁶, un cabinet de conseils à l'intention des investisseurs institutionnels bien connu (faisant maintenant partie d'Aon plc),

« ... La plupart des investisseurs institutionnels, comme les fonds de pension publics et les fonds de dotation, présentent leur rendement par rapport à des indices de référence faussés. Les indices de référence sont faussés vers le bas. En d'autres termes, leurs rendements tendent à être inférieurs à un juste rendement pour les expositions au marché et le risque présenté par les portefeuilles des institutions [...] Grâce à ce biais, une grande majorité des fonds des deux types peuvent déclarer un rendement supérieur à celui des indices de référence qu'ils ont choisis alors qu'en fait, la plupart d'entre eux enregistrent un rendement largement inférieur à celui d'un indice de référence de gestion passive approprié. »

⁶ENNIS, Richard. Lies, Damn Lies and Benchmarks: An Injunction for Trustees, The Journal of Investing, juillet 2023, 32 (4) 6-16.

Comparaison des méthodes de construction de portefeuille



Performance évaluée par rapport à :	Indices de référence	Objectifs du fonds	
Succès mesuré selon :	Valeur ajoutée relative	Rendement total du fonds	Meilleur cadrage des décisions
Possibilités de placement définies selon :	Catégories d'actifs	Contribution au rendement global du portefeuille	
Diversification principalement assurée par :	Catégories d'actifs	Facteurs de risque	Meilleure prise de décision
Répartition de l'actif déterminée par :	Processus centré sur le conseil d'administration	Processus centré sur le chef des placements (CIO)	
Fréquence des ajustements :	Peu fréquente, basée sur un calendrier de réunions	Surveillance continue, ajustements en temps réel	Dynamisme accru
Portefeuille mis en œuvre par :	Plusieurs équipes en concurrence pour le capital	Une seule équipe qui collabore ensemble	

Source : Thinking Ahead Institute.

Le diagramme ci-dessus illustre les différences évidentes entre le modèle de répartition stratégique de l'actif et celui d'approche holistique de portefeuille, plus particulièrement la façon dont chaque élément influe sur la prise de décisions tout au long du processus d'investissement, depuis l'élaboration jusqu'au suivi. La seule véritable constante est le changement. À ce titre, il devrait être évident que le modèle de répartition stratégique de l'actif n'est pas conçu pour être optimal en tout temps. Le modèle de l'approche holistique de portefeuille procure au conseiller ou à l'équipe de placement la souplesse voulue pour gérer la répartition de l'actif de façon dynamique, quelles que soient les conditions du marché.

Dans cette perspective, il y a de très bonnes raisons de penser qu'il serait préférable pour les propriétaires de portefeuille d'adopter un simple indice de référence plus transparent, comme un portefeuille de référence 60/40, combiné à un ensemble amélioré de contraintes de risque axées sur les expositions au risque sous-jacent qui sont les plus importantes pour le profil de risque et de rendement du régime (c.-à-d. les capitaux propres, les taux, l'inflation, la liquidité, etc.). Ce faisant, on attribuerait clairement la responsabilité de la gestion active et on donnerait au conseiller ou à l'équipe de placement la marge de manœuvre nécessaire pour saisir les meilleures occasions de placement, dans la mesure où ils s'en tiennent aux contraintes de risque préétablies du portefeuille.

Un autre avantage de cette approche en période de taux d'intérêt élevés et de volatilité accrue qui semble se profiler à l'horizon réside dans son utilité potentielle pour limiter de façon plus significative la répartition des actifs non liquides, où l'incrément de valeur relative continue de diminuer par rapport aux coûts engagés. Par ailleurs, cette approche tiendrait plus explicitement compte du fait que les obligations offrent maintenant une valeur supérieure à celle offerte auparavant, non seulement dans leur rôle type de diversification, mais aussi comme source de rendement et de protection du passif. L'adoption d'une telle approche fondée sur un indice de référence simple permettrait également au propriétaire du portefeuille de préciser son exposition au risque et le rendement exigé, d'estimer le rendement et de réduire probablement les honoraires du gestionnaire et les frais liés aux opérations ainsi que le temps consacré à la gouvernance.

Souhaitez-vous en apprendre davantage sur notre point de vue sur les placements institutionnels ou sur l'intégration des stratégies RPIA dans votre portefeuille? N'hésitez pas à communiquer avec un membre de notre équipe.

Renseignements importants

RP Investment Advisors LP (« RPIA ») fournit les renseignements figurant dans les présentes à titre informatif seulement. Ils ne tiennent pas lieu de conseils financiers, juridiques, comptables ou fiscaux, de conseils de placement ou autres, et personne ne devrait utiliser ce contenu ou s'y fier à cet égard sans obtenir les conseils professionnels appropriés. Ils proviennent de sources jugées fiables, bien que leur exactitude ou leur exhaustivité ne soit pas une garantie; RPIA n'assume aucune responsabilité ou obligation de quelque nature que ce soit en les fournissant. Des modifications peuvent être apportées aux renseignements fournis et RPIA n'est aucunement tenue de communiquer les révisions ou les mises à jour des renseignements présentés. Sauf indication contraire, tous les renseignements proviennent de RPIA. Les renseignements présentés ne constituent pas le fondement d'une offre ou d'une sollicitation d'achat ou de vente de titres. Les produits et services de RPIA ne sont offerts que dans les territoires où ils peuvent être légalement offerts et aux investisseurs qui y sont admissibles en vertu des règlements applicables. Les stratégies d'investissement gérées par RPIA dont il est question dans le présent document peuvent être accessibles aux investisseurs canadiens qualifiés au moyen de fonds d'investissement privés et/ou publics. L'admissibilité et l'adéquation de l'investissement dans ces fonds doivent être déterminées par des représentants enregistrés de RPIA ou des courtiers tiers.

Les « énoncés prospectifs » reposent sur des hypothèses formulées par RPIA à l'égard de ses opinions et stratégies de placement dans certaines conditions de marché et sont assujettis à un certain nombre de facteurs atténuants. La conjoncture économique et les conditions du marché sont susceptibles de changer, ce qui peut avoir une incidence importante sur les événements futurs réels et, par conséquent, sur les points de vue de RPIA, sur le succès des stratégies prévues par RPIA ainsi que sur sa ligne de conduite réelle.