

SANTÉ AVOIRS CARRIÈRE

CHOIX D'UN GESTIONNAIRE DE PORTEFEUILLE D'ACTIONS

QUELLE IMPORTANCE ACCORDER AUX
RÉSULTATS PASSÉS POUR CHOISIR LES
GAGNANTS DE DEMAIN?

Mars 2019



SOMMAIRE

Les dangers de miser sur les rendements passés sont bien connus; toutefois, les faits démontrent qu'ils demeurent un facteur clé de nombreuses décisions de placement et de nombreux flux d'actifs, se traduisant souvent par de piètres résultats pour les investisseurs. Dans le présent article, nous examinons si les résultats passés sont de bons indicateurs de rendement dans les principaux univers d'actions. Comme il fallait sans doute s'y attendre, nous ne trouvons aucune preuve étayant cette hypothèse – les résultats passés semblent renseigner peu sur les résultats futurs. À la lumière de cette conclusion, Mercer suggère de se concentrer plutôt sur les éléments fondamentaux du processus de placement en soi et de prendre les mesures nécessaires pour éliminer les résultats passés du processus décisionnel.

L'INCIDENCE DES RÉSULTATS PASSÉS SUR LE CHOIX DU GESTIONNAIRE

Tout investisseur ayant participé à une rencontre avec un gestionnaire d'actifs ou ayant consulté les documents de marketing qu'on lui a remis sait pertinemment que les résultats passés jouent un rôle de premier plan pour la promotion des compétences des gestionnaires d'actifs. Malgré la mise en garde omniprésente selon laquelle « les résultats passés ne sont pas garants des résultats futurs », il existe de nombreuses théories issues de la documentation sur la finance comportementale qui suggèrent que les décisions des investisseurs sont influencées par les résultats¹. C'est tout à fait compréhensible. Les résultats sont souvent l'un des quelques renseignements facilement accessibles sur lesquels les investisseurs traditionnels peuvent fonder leur prise de décision. Par conséquent, il est important d'examiner si les données sur les résultats passés comportent des renseignements utiles dont les investisseurs peuvent se servir pour toujours choisir les gagnants de demain.

En somme, les questions auxquelles nous tentons de répondre dans le présent article sont les suivantes : les « gestionnaires plus performants » au cours d'une période passée sont-ils plus susceptibles d'obtenir de meilleurs rendements au cours de la période suivante que les « gestionnaires moins performants »? Si c'est le cas, l'écart de cette surperformance est-il important?

Pour répondre à ces questions, nous avons examiné les performances subséquentes des stratégies classées en fonction de leurs résultats passés par rapport à leurs pairs². Nous avons tenu compte des résultats sur des périodes de trois et de cinq ans, entre décembre 1996 et septembre 2018, pour quatre de nos principaux univers d'actions composés uniquement de positions acheteur³. En résumé, nous avons observé que les résultats passés sont de mauvais indicateurs des résultats futurs, tant pour les horizons de placement de trois ans que pour ceux de cinq ans, aussi bien en ce qui concerne la probabilité de surperformance future que l'échelle des rendements obtenus.



¹ Voir, par exemple, Hsu, J, Myers, B. et R. Whitby. « Timing Poorly: A Guide to Generating Poor Returns While Investing in Successful Strategies », *The Journal of Portfolio Management*, volume 42, numéro 2 (2016) : pp. 90 à 98.

² Nous avons utilisé les données sur les rendements soumises à MercerInsight par les gestionnaires d'actifs d'actions mondiales (marchés développés), d'actions internationales (marchés développés), d'actions américaines (marché de base) et d'actions des marchés émergents. Mercer ne procède pas à une vérification indépendante des renseignements soumis à MercerInsight par les gestionnaires d'actifs.

³ Les stratégies ont été incluses dans l'analyse seulement si elles présentaient un bilan suffisamment long pour couvrir la période rétrospective sur laquelle leurs rendements sont classés et la période subséquente d'analyse des rendements.

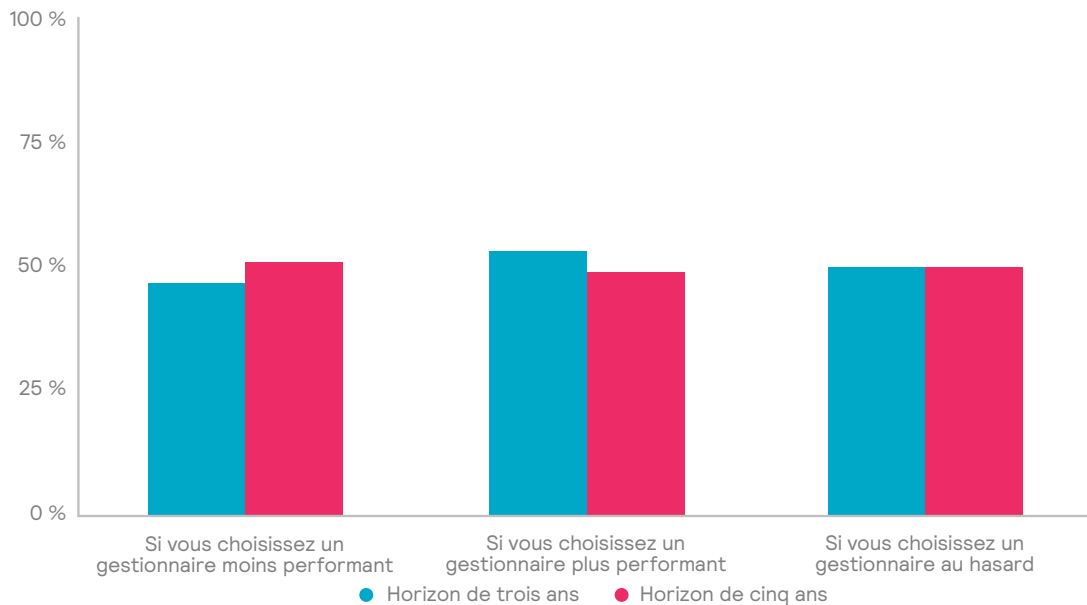
RÉSULTATS DE NOTRE ANALYSE

Concernant la probabilité de surperformance future, nous avons observé que tant les gestionnaires ayant été les plus performants que ceux ayant été les moins performants dans le passé ont presque 50 % de chance aléatoire d'obtenir de meilleurs résultats à l'avenir. Cette probabilité est largement semblable pour les quatre univers considérés.

Si nous examinons d'abord la période de trois ans, nous concluons que les précédents gestionnaires plus performants présentent une chance aléatoire légèrement meilleure d'obtenir des résultats futurs supérieurs (52,2 %), tandis que les gestionnaires moins performants présentent une chance légèrement plus

faible (47,8 %). L'inverse est vrai pour la période de cinq ans : les gestionnaires moins performants dans le passé présentent une probabilité de surperformance future légèrement supérieure (51,3 %) aux gestionnaires plus performants dans le passé (49,2 %). En somme, les écarts dans les probabilités entre les gestionnaires moins et plus performants dans le passé pour les périodes de trois et de cinq ans ne sont pas très différents du hasard (50 %). Ces conclusions suggèrent que le choix des gestionnaires en fonction de leurs résultats passés (négatifs ou positifs) n'augmente pas vos chances de constamment choisir un gagnant.

Figure 1 : Probabilité de choisir un gestionnaire plus performant (par rapport au groupe de comparaison)



Source : Mercer

Bien que les probabilités de surperformance future semblent sensiblement égales, il se pourrait que l'écart relatif aux résultats futurs soit important entre les gagnants et les perdants du passé. Par exemple, il se pourrait qu'un « gagnant » du passé soit plus susceptible d'obtenir des résultats futurs supérieurs qu'un « perdant » du passé.

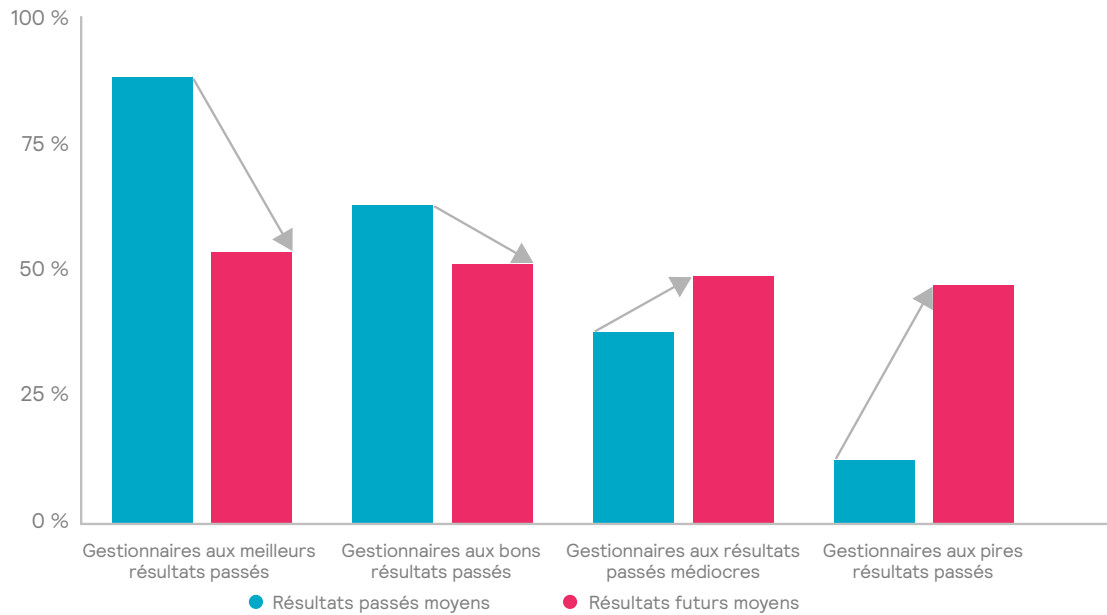
Nous avons examiné cette hypothèse en divisant le groupe de comparaison en quartiles, selon leurs résultats passés (meilleurs, bons, faibles, pires), pour chaque période, puis nous avons évalué les résultats obtenus au cours de la période suivante⁴.

Notre analyse ne relève aucun écart important dans l'échelle des résultats futurs obtenus par les membres des différents quartiles. Les écarts de résultats entre les quartiles tendent à se réduire et, en moyenne, tous les quartiles obtiennent des résultats correspondant à la médiane (50^e percentile). Il existe des écarts mineurs entre les résultats futurs obtenus par chaque quartile, mais voici ces écarts par percentile dans le cadre d'un rendement annualisé : les résultats du 52^e percentile à l'égard des actions mondiales sont supérieurs à ceux du 48^e percentile par seulement 0,21 % par année pour les trois dernières années. Même si un quartile obtenait toujours des résultats supérieurs à la marge, cela ne constitue pas une prime de rendement très intéressante.

⁴ Les résultats sont exprimés selon un percentile du groupe de comparaison, où le 100^e représente la meilleure performance, le 50^e représente la performance médiane et zéro représente la pire performance.

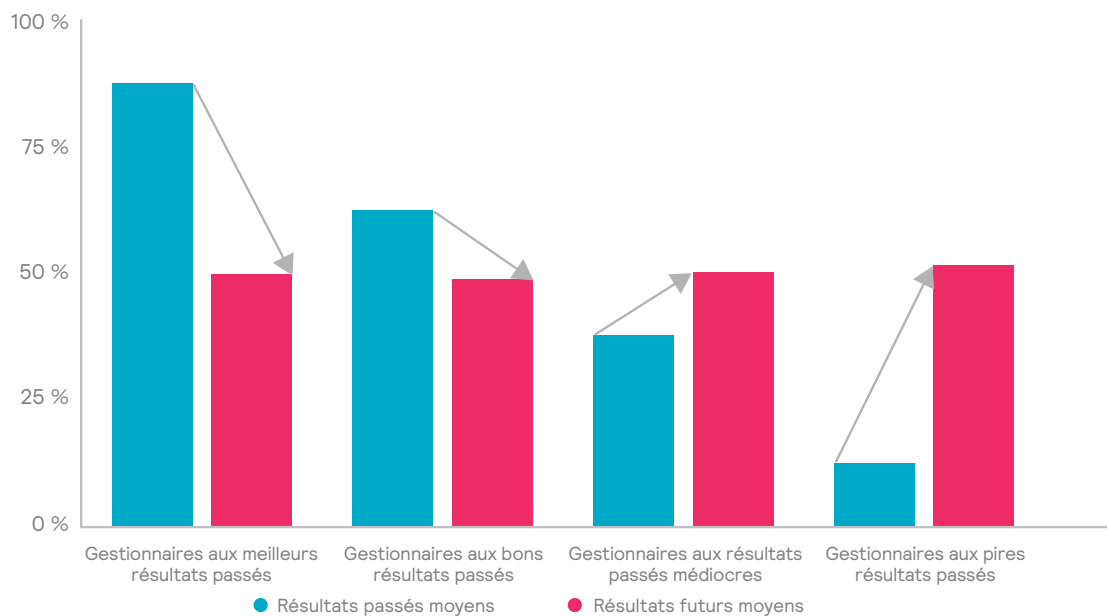


Figure 2 : Moyenne des résultats passés sur trois ans et des résultats futurs (par rapport au groupe de comparaison)



Source : Mercer

Figure 3 : Moyenne des résultats passés sur cinq ans et des résultats futurs (par rapport au groupe de comparaison)



Source : Mercer

Nous remarquons que le taux d'abandon (le pourcentage de stratégies présentant des résultats pour une période donnée et non pour la période suivante) varie par quartile et par période. Les stratégies disparaissent de notre univers de performance pour un certain nombre de raisons : le gestionnaire peut cesser de nous communiquer les résultats, la stratégie peut être liquidée, changer d'univers ou se fusionner avec une autre.

Lorsque nous nous penchons sur les données, nous nous apercevons que les gestionnaires moins performants semblent plus susceptibles d'abandonner que les gestionnaires plus performants⁵. Cela n'a rien d'étonnant – il est plus difficile pour les gestionnaires de commercialiser des stratégies aux résultats plus faibles, puisque les clients s'y intéressent moins, et cela augmente la probabilité qu'un gestionnaire cesse de communiquer les résultats ou qu'il liquide ou fusionne la stratégie. Le taux d'abandon tend aussi à augmenter lorsque la période utilisée pour l'analyse est plus longue.

Un examen préliminaire suggère que le biais du survivant pourrait avoir une certaine influence, mais celle-ci demeure relativement mineure et il est peu probable qu'elle affaiblisse les conclusions présentées – les stratégies disparaissant de l'analyse ont tendance à avoir obtenu des résultats légèrement inférieurs à la médiane au cours de la période précédant immédiatement l'abandon.

⁵ Les taux de survie des gestionnaires les moins performants sur trois et cinq ans sont de 69 % et de 57 % respectivement, alors que les taux de survie des gestionnaires les plus performants sur trois et cinq ans sont de 81 % et de 72 % respectivement.



QUELLE IMPORTANCE LES INVESTISSEURS ACCORDENT-ILS AUX RÉSULTATS PASSÉS POUR CHOISIR DES STRATÉGIES AXÉES SUR LES ACTIONS?

Il importe de souligner que la présente analyse ne doit pas être interprétée comme laissant entendre qu'il n'existe aucune constance dans les stratégies axées sur les actions. La gamme des résultats dans chaque groupe de performance passée est vaste et, invariablement, chaque univers comptera des gestionnaires possédant les compétences requises pour produire des résultats pouvant être maintenus à long terme. Toutefois, la présente analyse suggère que, de manière générale, il est peu probable que les investisseurs obtiennent de meilleurs résultats s'ils accordent de l'importance aux résultats relatifs sur trois ou cinq ans pour choisir un gestionnaire.

Il est important que les investisseurs reconnaissent que les données sur les résultats, particulièrement à plus court terme, sont susceptibles de contenir des éléments importants concernant les échos du marché, la chance, les tendances stylistiques et les facteurs favorables. En somme, les résultats attribuables à ces facteurs seront plus susceptibles de reculer à l'avenir.

Les investisseurs peuvent sous-estimer le rôle de ces facteurs dans un bilan et interpréter à tort des résultats positifs comme des indicateurs de la compétence d'un gestionnaire. En réalité, certains gestionnaires qualifiés connaîtront des périodes de sous-performance soutenue, en raison possiblement d'un style de gestion inadéquat ou de malchance, alors que certains gestionnaires peu qualifiés connaîtront des périodes de forte performance pour des raisons opposées.

Malgré ce qui précède, à très long terme, les gestionnaires qualifiés sont en mesure de produire des rendements relatifs intéressants, étant donné que l'alpha qu'ils génèrent grâce à leur inclination pour les placements persistera, tandis que la chance, les échos du marché et les styles d'investissement tendent à s'équilibrer au cours des cycles.

À titre d'illustration : examinez les résultats des 15 dernières années des huit gestionnaires d'actions mondiales les plus performants de notre base de données. En moyenne, ceux-ci ont obtenu des résultats supérieurs de 2,7 % par année par rapport à la stratégie médiane, soit un excellent rendement pour les investisseurs sur un horizon à si long terme. Étonnamment toutefois, ces stratégies ont, en moyenne, affiché des résultats décevants pour près de 6 années sur les 15 années civiles considérées, malgré leur bilan reluisant à long terme. Un investisseur dans ces stratégies aurait connu des rendements sous la moyenne dans 40 % du temps, et ceux qui se seraient laissé influencer par les résultats sur un an, trois ans ou même cinq ans auraient pu être enclins à accorder une grande place à ces stratégies à de nombreux moments au cours de ces 15 années.

Malgré les faits soulevés dans le présent document ou ailleurs, séparer le bilan d'une stratégie de l'évaluation de la compétence du gestionnaire demeure un défi. Les biais comportementaux des investisseurs et les difficultés inhérentes à l'interprétation des données continuent d'alimenter la recherche de rendement.

Être conscient de ses propres biais comportementaux est, sans contredit, une première étape valable pour contrer une tendance naturelle à miser sur les résultats, et il existe de nombreux écrits sur le sujet.

Notre analyse suggère que, de manière générale, il est peu probable que les investisseurs obtiennent de meilleurs résultats s'ils accordent de l'importance aux résultats relatifs obtenus sur trois ou cinq ans pour choisir un gestionnaire.

Toutefois, une étape plus efficace pour contrer ces biais pourrait consister à mettre en œuvre des processus visant à lutter contre l'influence de ces biais sur la prise de décision des investisseurs. Dans le cas de la chasse aux résultats lors du choix d'un gestionnaire, les investisseurs pourraient envisager de dresser une liste de présélection des investisseurs ou d'organiser des concours sans aucune référence aux résultats. De cette manière, les investisseurs sont moins susceptibles de laisser un bilan teinter leur perception de la compétence du gestionnaire. On peut qualifier cette mesure de radicale, mais étant donné que les résultats passés renseignent très peu sur les résultats futurs, il s'agirait d'une mesure tout à fait rationnelle. Nous recommandons aux investisseurs de se concentrer sur quelques caractéristiques intéressantes et pertinentes lorsqu'ils dressent des listes de gestionnaires et qu'ils les choisissent, plutôt que d'analyser des résultats. Ces caractéristiques pourraient comprendre la rigueur du processus de placement, le degré de risque découlant d'une gestion active, la stabilité de l'équipe responsable des placements et de l'entreprise, le degré d'exposition à une prime factorielle éprouvée et la taille et le flux des actifs gérés.

Plutôt que d'analyser des résultats, les investisseurs devraient se concentrer sur quelques caractéristiques intéressantes et pertinentes lorsqu'ils dressent des listes de gestionnaires et qu'ils les choisissent, notamment la rigueur du processus de placement, le degré de risque découlant d'une gestion active, la stabilité de l'équipe responsable des placements et de l'entreprise, le degré d'exposition à une prime factorielle éprouvée et la taille et le flux des actifs gérés.

De cette manière, les investisseurs sont plus susceptibles d'accéder à un bassin varié de gestionnaires présentant différents modèles de résultats passés et d'augmenter la probabilité de choisir un gagnant de demain.



À PROPOS DE MERCER

Chez Mercer, nous avons un impact sur la vie quotidienne de plus de 115 millions de personnes en contribuant à l'amélioration de leur santé, de leurs avoirs et de leur carrière. Nous avons pour mission d'aider nos clients et leurs employés à se bâtir un avenir plus sûr et prospère, que ce soit en concevant des régimes de soins de santé abordables, en proposant des programmes qui assurent la constitution d'un revenu de retraite ou en aidant les entreprises à se doter d'une main-d'œuvre qui répond à leurs besoins. Nous misons sur nos analyses et nos idées novatrices pour promouvoir le changement, tout en prévoyant et en comprenant les répercussions présentes et futures des décisions d'affaires sur le plan individuel. Nous abordons les besoins actuels et futurs des personnes dans une perspective d'innovation, et toutes nos idées et nos solutions reposent sur notre vision globale, nos compétences spécialisées et notre grande rigueur analytique. Depuis plus de 70 ans, nous transformons nos idées en solutions concrètes pour améliorer la vie, le travail et la retraite des gens partout dans le monde. Chez Mercer, nous inventons l'avenir, aujourd'hui.

LE SOUTIEN OFFERT PAR MERCER

En matière d'avoirs et d'investissements, il faut mettre en place des solutions de pointe. Nous offrons des services de recherche et de consultation qui peuvent vous aider à évaluer les risques et à concevoir des stratégies de placement sans perdre de vue la nécessité d'atteindre vos objectifs en période de changements. Grâce à leurs connaissances approfondies des aspects complexes des placements ainsi que des facteurs en constante évolution qui les influencent, et avec le soutien de plus de 140 spécialistes en recherche de gestionnaires, les conseillers de Mercer peuvent vous aider à prendre les décisions judicieuses qui répondront à vos besoins d'affaires et qui vous permettront d'assurer un avenir plus satisfaisant à vos employés.

Pour de plus amples renseignements, consultez le site www.mercer.ca

Soyez du débat :

 @MercerCanada  Mercer Canada

Avis importants

Toute référence à Mercer inclut Mercer LLC et ses sociétés associées.

© Mercer LLC, 2019. Tous droits réservés.

La présente contient des renseignements exclusifs appartenant à Mercer qui sont destinés à l'usage exclusif des parties à qui Mercer les a confiés. Son contenu ne peut être modifié, vendu ou communiqué de quelque autre manière que ce soit, en totalité ou en partie, à toute autre personne ou entité, sans l'autorisation préalable écrite de Mercer.

Les conclusions, les évaluations et/ou les opinions exprimées aux présentes sont la propriété intellectuelle de Mercer et peuvent faire l'objet de modifications sans préavis. Elles n'ont pas pour objet d'offrir des garanties quant aux résultats futurs des produits d'investissement, des catégories d'actif ou des marchés financiers dont il a été question. Les renseignements contenus aux présentes pourraient avoir été obtenus auprès de diverses sources tierces. Bien que ces renseignements soient jugés dignes de foi, Mercer n'a pas cherché à les vérifier. Par conséquent, Mercer ne fournit aucune garantie quant à l'exactitude de ces renseignements et décline toute responsabilité pour tout dommage (direct, indirect ou accessoire) qui pourrait résulter d'une erreur, d'une omission ou d'une inexactitude dans les données fournies par des tiers.

La présente ne constitue ni une offre ni une sollicitation visant l'achat ou la vente de titres, de produits de base ou de tout autre instrument ou produit financier pour le compte de l'un ou l'autre des gestionnaires de placements ou de leurs sociétés affiliées, produits ou stratégies que Mercer pourrait évaluer ou recommander.

La valeur de vos placements peut diminuer ou augmenter et il est possible que vous ne récupériez pas le montant que vous avez investi. La valeur des placements libellés dans une monnaie étrangère varie en fonction des fluctuations de cette monnaie étrangère. Certains placements, notamment les titres émis par des sociétés étrangères, à petite capitalisation ou de marchés émergents, les biens immobiliers ainsi que les fonds non liquides, à levier financier ou à rendement élevé, comportent des risques accrus dont il faut tenir compte avant de choisir un gestionnaire de placements ou de prendre une décision de placement.

Le cas échéant, les données sur l'actif confié à nos services de consultation comprennent les données consolidées de Mercer Investment Consulting, Inc. et de ses sociétés affiliées à l'échelle mondiale (Mercer). Les données ont été obtenues auprès de différentes sources, incluant, sans s'y limiter, des dépositaires ou des gestionnaires de placements tiers, des déclarations réglementaires et des clients (données autodéclarées). Mercer n'a pas soumis les données à une vérification indépendante. Lorsqu'elles sont disponibles, les données sont fournies à la date indiquée (la date de rapport). Si elles ne sont pas disponibles à cette date, l'information disponible à la date la plus récente (qui peut être postérieure à la date de rapport) a été incluse. Les données comprennent l'actif des clients qui ont fait appel à Mercer pour obtenir des services par projets pendant la période de 12 mois se terminant à la date de rapport ainsi que l'actif des clients qui sont abonnés à la base de données des recherches de Mercer sur les gestionnaires diffusée sur la plateforme MercerInsight®.

Le cas échéant, les données sur l'actif sous gestion indiquées ici comprennent les données consolidées de Mercer Investment Management, Inc. et de ses unités de gestion fiduciaire affiliées à l'échelle mondiale en date des présentes.

Mercer a élaboré et mis sur pied une méthode d'évaluation de la valeur ajoutée par le biais des recommandations de ses spécialistes en recherche de gestionnaires. Le cas échéant, les données présentées sur la valeur ajoutée reposent sur cette méthode, et les résultats de l'analyse, pour les périodes allant jusqu'au 31 décembre 2017, figurent dans le rapport ci-joint.

Pour en apprendre davantage sur la divulgation de conflits d'intérêts, veuillez communiquer avec votre représentant Mercer ou consulter le site www.mercer.com/conflictsofinterest.

Le présent document ne contient aucun conseil en matière de placement ayant trait à votre situation personnelle. Aucune décision d'investissement ne doit être fondée sur les renseignements qu'il contient sans l'obtention au préalable d'un avis professionnel approprié et sans que soit prise en compte votre situation particulière.

Mercer ne fournit aucun conseil d'ordre fiscal ou juridique. Communiquez avec votre conseiller fiscal, votre comptable ou votre avocat avant de prendre toute décision ayant des implications fiscales ou juridiques.

Les services de gestion de placements au Canada sont dispensés par Mercer, Gestion mondiale d'investissements Canada limitée.

Les services de consultation en gestion de placements sont fournis par Mercer (Canada) limitée.