

# Planification d'un budget pour la gestion active

Il n'existe pas de solution toute faite

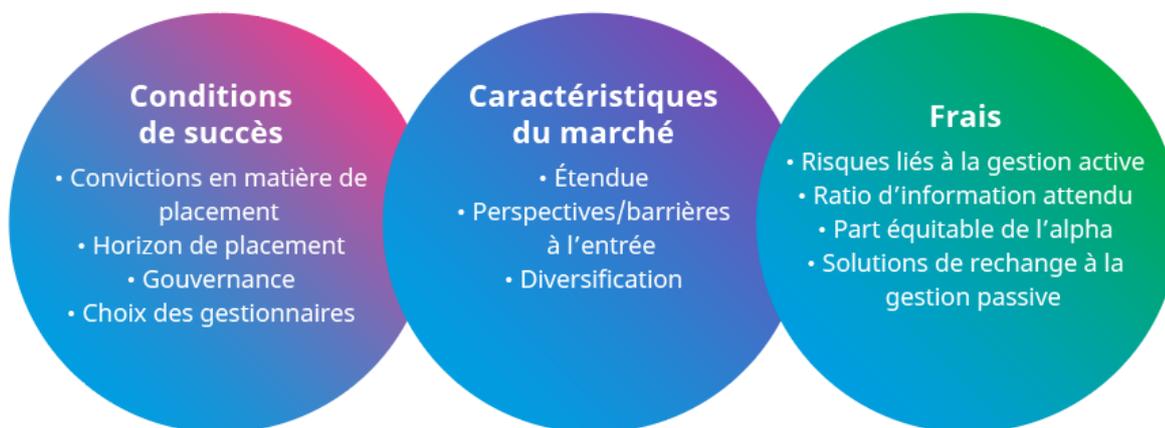


## Planification d'un budget pour la gestion active – Il n'existe pas de solution toute faite

Nombreux sont les écrits sur les mérites relatifs de la gestion active et de la gestion passive. De multiples études ont relevé l'occasion de rendement alpha<sup>1</sup> découlant de la gestion active dans plusieurs catégories d'actif, régions et styles de placement. Peu d'études se sont toutefois prononcées sur les facteurs clés qui, selon nous, permettent de guider les décisions de répartition quant au moment et à l'endroit où il est pertinent d'inclure des stratégies de gestion active et passive dans un portefeuille. Les principes directeurs de Mercer à l'égard des placements en actions indiquent quand avoir recours à une gestion active sur la base de certaines considérations essentielles, à savoir les conditions de succès du point de vue de la gouvernance, les caractéristiques de chaque marché, et les frais. Dans ce rapport, nous approfondissons les conditions de succès en mettant l'accent sur les capacités et les valeurs des détenteurs d'actifs, tout en définissant ce que nous pensons être les éléments importants à considérer qui pèseront dans la décision de savoir quand et dans quelle mesure recourir à la gestion active ou passive dans le cadre d'un programme de placement.

### Figure 1. Constitution d'un portefeuille d'actions

#### Gestion active ou passive : trois considérations de base



Nous sommes d'avis que certains facteurs de rendement peuvent être mieux exploités dans le cadre d'une approche active, à long terme, prospective et fondée sur le jugement, telle que la qualité.

<sup>1</sup> Études quantitatives sur la gestion active et passive

Mercer Mercer, Gestion active ou passive, juillet 2019 – <https://www.mercer.ca/content/dam/mercer/attachments/north-america/canada/ca-2019-investissement-gestion-active-ou-passive.pdf> Morningstar, U.S. Active/Passive Barometer, septembre 2022 – <https://www.morningstar.com/lp/active-passive-barometer> Indices S&P Dow Jones, SPIVA® – <https://www.spglobal.com/spdji/en/research-insights/spiva/>

## Gouvernance

Selon notre expérience, le facteur fondamental de réussite d'une gestion active à long terme est le dispositif de prise de décision des détenteurs d'actifs lui-même (habituellement le comité de placement). Il peut ajouter ou soustraire à lui seul plus de valeur, en incréments plus importants, que n'importe quel gestionnaire de placements sous-jacent. Savoir quand engager ou remercier des gestionnaires s'avère souvent plus important que de les choisir. Les décisions portant sur où investir et quels types de gestionnaires engager auront aussi une plus grande incidence sur les résultats totaux que n'importe quel gestionnaire individuel. La gouvernance est le terme général que nous utilisons pour désigner la prise de décision globale au niveau des propriétaires d'actifs.

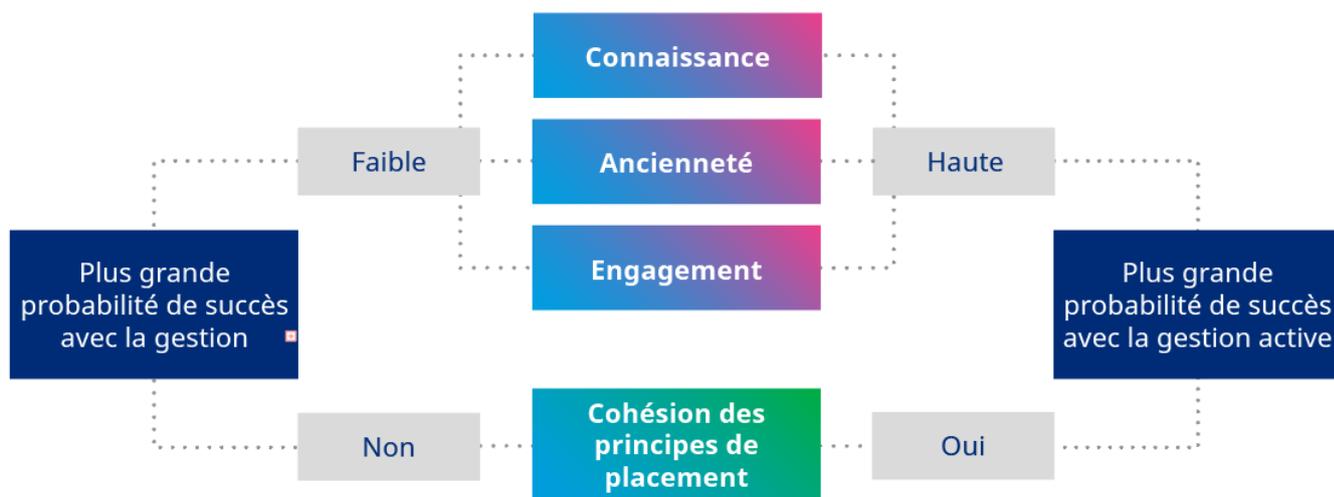
Une première étape essentielle consiste à comprendre la structure de gouvernance du comité de placement et ses ramifications pour la constitution de portefeuille. La composition du comité, son ancienneté, ses connaissances, son engagement et ses principes de placement sont autant d'éléments qui influencent les décisions. Les comités de grande taille et ceux dont l'ancienneté ou l'engagement sont limités sont susceptibles de remettre plus fréquemment en question les décisions antérieures, ce qui peut se traduire par des horizons de placement plus courts et des décisions consensuelles qui manquent de conviction. Un président de comité à poigne peut surmonter certains de ces problèmes, mais la tâche sera plus difficile qu'avec des comités de moindre envergure, plus engagés et comptant plus d'ancienneté, qui affichent une plus grande conviction à l'égard des gestionnaires et des décisions de placement antérieures. Par ailleurs, plus les principes de placement d'un comité sont fragmentés, plus il sera difficile de rester fidèle à une stratégie qui performe moins bien pendant un certain temps.

Il est primordial que le comité comprenne plusieurs éléments importants concernant les gestionnaires, notamment la manière dont un gestionnaire élabore des portefeuilles et le rôle qu'il joue au sein du portefeuille global.

Comprendre comment un gestionnaire élabore son portefeuille revient à comprendre son attitude au chapitre de la gestion des risques, à la fois par rapport aux indices de référence et dans l'absolu.

Les gestionnaires qui prennent des risques importants, en concentrant les investissements dans un secteur ou dans un titre donné, obtiennent souvent de bons résultats lorsque leur style de placement domine et que les marchés sont à la hausse, mais ils peuvent enregistrer des rendements nettement inférieurs lorsque leur style n'a plus la cote ou que les marchés se replient. D'autres gestionnaires, même parmi ceux qui partagent un même style, accordent plus d'attention au risque de baisse. Ces gestionnaires sont susceptibles de produire des rendements qui diffèrent considérablement de ceux de gestionnaires qui cherchent principalement à profiter de la hausse des marchés. Ces schémas de rendement illustrent le rôle des gestionnaires dans un portefeuille. Le fait d'avoir des gestionnaires dont les styles ou les schémas de rendement sont complémentaires contribue à minimiser la volatilité globale du rendement attribuable à une gestion active. Mais cela signifie que, selon toute vraisemblance, il y aura toujours des gestionnaires dont les résultats sont inférieurs à la moyenne. Si cette situation est comprise et attendue, il n'est pas nécessaire de consacrer trop de temps à l'examen des gestionnaires moins performants lorsque leurs résultats sont conformes aux attentes.

**Figure 2. Processus de gouvernance**



Source : Mercer. À titre indicatif seulement

Les programmes de placement peuvent être relativement simples ou complexes. D'un côté, on trouve des programmes de placement simples qui se composent principalement d'actions de sociétés ouvertes, d'obligations et de liquidités. À l'opposé, on trouve des programmes complexes qui investissent massivement sur les marchés privés, dans des fonds de couverture et d'autres placements non traditionnels. Il existe quelques différences essentielles entre ces programmes qui peuvent aider à déterminer la part des stratégies passives :

1. Les attentes de rendement au titre des programmes de placement complexes ont tendance à être plus élevées que celles des programmes de placement simples, parce que les rendements escomptés sur les marchés privés sont généralement plus élevés. Les programmes de placement qui ne comportent aucun investissement dans les marchés privés ou autres placements non traditionnels devront normalement être mieux pourvus en actifs de croissance (par exemple, actions, titres à rendement élevé) et/ou devront s'appuyer davantage sur l'alpha du gestionnaire pour améliorer les rendements.
2. Le recours à des placements non traditionnels augmente considérablement les besoins en ressources pour choisir et surveiller les gestionnaires, remplir les documents, gérer les appels de fonds et les distributions, et examiner et voter les modifications. Pour cette raison, les investisseurs qui allouent une part importante de leur portefeuille à des placements non traditionnels pourraient vouloir simplifier la partie de leurs programmes de placement consacrée aux titres cotés en bourse en ayant davantage recours à des fonds indiciels à faible coût, en particulier dans les domaines où le potentiel de création de valeur ajoutée est faible.
3. Les frais liés aux placements sur les marchés privés, aux fonds de couverture et aux autres placements non traditionnels sont plus élevés que ceux liés aux stratégies

d'actions de sociétés ouvertes et d'obligations. Si l'on souhaite réduire les frais, il est plus facile de le faire dans le cadre de stratégies de placement dans des titres cotés en bourse en ayant recours à des fonds indiciels.

Il peut arriver que certains comités de placement veuillent générer un potentiel de rendement aussi élevé que possible dans tous les domaines du portefeuille, et intègrent cette caractéristique de complexité à l'ensemble du programme de placement, y compris dans les volets de titres cotés en bourse. Cette démarche comporte des avantages et des inconvénients. Les structures complexes des marchés publics permettent de faire appel à des gestionnaires spécialisés qui investissent avec une forte conviction et ont un plus grand potentiel alpha à long terme. Si le portefeuille est bien élaboré, il est possible d'ajouter un alpha significatif tout en minimisant la volatilité du portefeuille. Toutefois, plus les décisions prises relèvent d'une stratégie active, plus la qualité des décisions peut être faible, ce qui peut nuire au potentiel alpha. Le fait qu'un comité de placement puisse ou non bénéficier de structures de portefeuille complexes pour le volet « marchés publics » et le volet « marchés privés » de son programme de placement dépendra de la structure de gouvernance, en particulier des ressources à sa disposition pour choisir les gestionnaires et prendre les décisions relatives au portefeuille.

## **Horizon de placement et évaluation des gestionnaires de placements**

Plus l'horizon de placement est éloigné, plus le comité de placement a de chances d'obtenir de bons résultats avec des gestionnaires privilégiant une gestion active. Tous les gestionnaires de placements connaissent des périodes de sous-performance. Un comité de placement trop préoccupé par les mauvais résultats enregistrés sur un trimestre, sur un an ou sur trois ans aura plus de mal à conserver des gestionnaires peu performants et sera plus enclin à les choisir sur la base de leur rendement, ce qui est souvent contre-productif. Même les très bons gestionnaires sont susceptibles de sous-performer sur une période de trois à cinq ans, en particulier si leur style de placement n'a plus la cote. L'essentiel est de comprendre l'approche d'un gestionnaire, de savoir quand il est susceptible de dégager des résultats supérieurs ou inférieurs, et de s'assurer que l'horizon de placement retenu pour évaluer sa performance est suffisamment long. Il existe des règles générales en matière d'horizons de placement – souvent, c'est trois ans, mais souvent aussi, trois ans ce n'est pas assez long. Chaque cycle de marché étant différent, il est important de comprendre la stratégie et le rendement du gestionnaire dans le contexte de l'environnement de marché.

## **Objectifs d'alpha**

La plupart des clients ont des objectifs de rendement qui varient selon le type de client. Ces objectifs peuvent être basés sur un taux de dépenses, un budget d'exploitation ou une hypothèse de rendement attendu des actifs. Ces objectifs de rendement se situent souvent dans une fourchette de 5 % à 7,5 %. Bien que les taux d'intérêt se soient redressés après avoir atteint des niveaux historiquement bas, ils restent faibles par rapport aux objectifs de rendement. Si les clients cherchent à atteindre ou à dépasser leurs objectifs de rendement, le potentiel alpha conféré par les gestionnaires privilégiant une gestion active peut s'avérer essentiel.

## **Sensibilité à l'écart de suivi**

L'écart de suivi correspond à la différence entre le rendement du gestionnaire et celui de l'indice de référence. Au sein de l'univers des gestionnaires actifs, certains pratiquent l'écart de suivi important et d'autres, l'écart de suivi faible. L'écart de suivi des fonds indiciels se rapproche de zéro. Les gestionnaires pratiquant l'écart de suivi important peuvent générer un alpha substantiel, mais ils ont tendance à faire moins bien que leurs indices de référence dans de fortes proportions, parfois sur de longues périodes. Les gestionnaires pratiquant l'écart de suivi faible obtiennent des résultats plus proches de ceux de l'indice de référence, qu'ils soient inférieurs ou supérieurs. Le recours à l'un ou l'autre de ces gestionnaires dépend de la structure de gouvernance de l'investisseur et de sa capacité à composer avec des périodes de sous-performance sans changer de gestionnaire. Plus l'investisseur est sensible à l'écart de suivi, plus il doit privilégier les stratégies passives ou à faible écart de suivi.

## **Sensibilité aux frais**

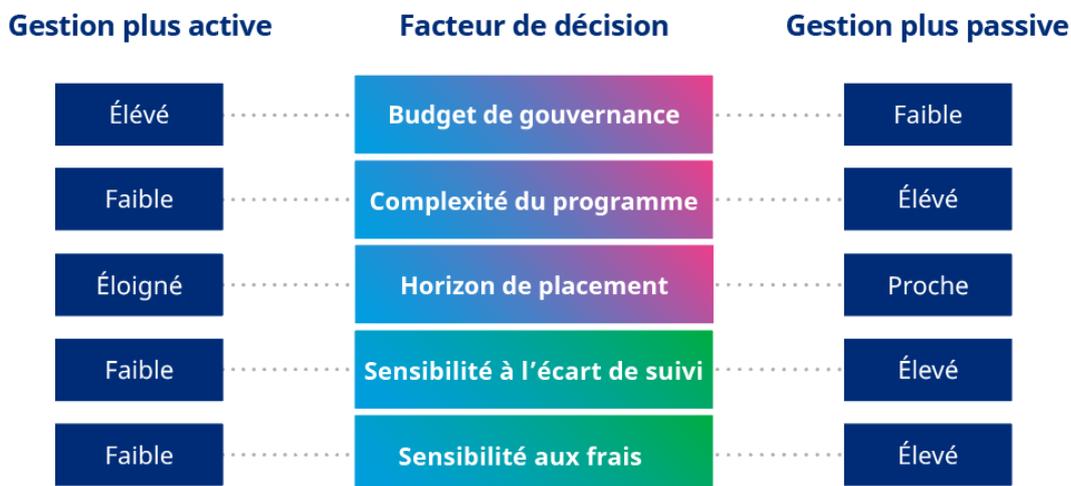
La performance des gestionnaires de placements doit être évaluée après déduction des frais – autrement dit, il faut déterminer la valeur obtenue en contrepartie des frais payés. Les frais exigibles au titre de comptes séparés et de comptes amalgamés sont généralement dégressifs. Plus la part allouée au gestionnaire est importante, moins les frais sont élevés en pourcentage des actifs. La comparaison doit s'effectuer par rapport aux frais payés par un investisseur particulier. Quoi qu'il en soit, même les frais de gestion active à faible coût sont plus élevés que les frais de gestion passive. Certains investisseurs sont très sensibles aux frais, indépendamment du rendement, ou ont un budget de frais très serré. Plus les investisseurs sont sensibles aux frais, plus ils devraient investir dans des fonds indiciels à faible coût. Cela suppose toutefois de reconnaître les limites imposées au potentiel alpha.

## Résumé

Tous ces facteurs clés sont interreliés. De concert avec les études sur le potentiel alpha dans différents segments de marché, ces facteurs permettent d'arriver à un équilibre idéal de répartition entre des stratégies passive et active. Toutefois, le fait de considérer chaque facteur indépendamment permet de hiérarchiser les objectifs et d'encadrer la décision.

L'un des principaux facteurs que nous mentionnons comme composante du processus décisionnel concernant la gestion active est celui des ressources de gouvernance. Cet aspect peut être optimisé par l'impartition du poste de chef des placements – une démarche qui prévoit un processus de gouvernance très solide basé sur les besoins globaux et la tolérance de chaque client. Elle permet également de réduire les frais et de gérer la complexité.

**Figure 3. Schéma de décision**



Source : Mercer. À titre indicatif seulement



**Susan McDermott, CFA**  
Membre du partenariat,  
directrice de la recherche aux  
États-Unis

## Avis importants

Toute référence à Mercer inclut Mercer (US) LLC et ses sociétés associées.

© 2023 Mercer (US) LLC. Tous droits réservés.

Son contenu ne peut être modifié, vendu ou communiqué de quelque autre manière que ce soit, en totalité ou en partie, à une tierce personne ou entité, sans l'autorisation écrite de Mercer.

Le présent document ne constitue ni une offre ni une sollicitation visant l'achat ou la vente de titres.

Les conclusions, les évaluations 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.

Le rendement passé ne garantit pas les résultats futurs. Les cotes de Mercer ne doivent pas être interprétées comme des recommandations personnalisées en matière de placement. La valeur des 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 rendement réel peut être inférieur ou supérieur aux données de rendement citées. Les statistiques réelles peuvent être inférieures ou supérieures aux statistiques citées. Les attentes pour le portefeuille modèle sont une compilation des attentes de rendement, de volatilité et de corrélations reliées aux catégories d'actifs sous-jacentes.

Les prévisions des portefeuilles sont prospectives et reflètent les hypothèses de Mercer relatives aux marchés financiers, comme définies par la catégorie d'actif et incorporant le rendement, l'écart-type et les corrélations. Pour déterminer les rendements prévus des catégories d'actif, nous commençons en élaborant une estimation du niveau normal de la croissance économique et de l'inflation à long terme. À partir de ces deux hypothèses clés, nous estimons la croissance des bénéfices des entreprises et les taux d'intérêt naturels. À partir de ces valeurs, nous pouvons déterminer le rendement à long terme attendu des catégories d'actif de base, des actions et des obligations gouvernementales. Nous combinons les valorisations actuelles avec nos attentes en matière de valorisations à long terme et incorporons un retour aux valorisations normales sur une période allant jusqu'à cinq ans. Les hypothèses de volatilité et de corrélation sont basées plus directement sur les résultats antérieurs, sauf dans les cas où le contexte du marché a manifestement changé. L'incidence du gestionnaire n'est pas prise en compte dans nos prévisions. Les opinions exprimées sont fournies à des fins de discussion et ne constituent pas une assurance ou une garantie au sujet des rendements futurs.

Le présent document ne contient aucun conseil en matière de placement ayant trait à votre situation personnelle. Aucune décision de placement 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. Dans l'élaboration de ses recommandations, Mercer tient compte de la situation de chaque client, de ses objectifs de placement et de ses besoins. C'est pourquoi les résultats de placement peuvent varier et les résultats réels peuvent différer grandement.

Pour en savoir plus sur la déclaration de conflits d'intérêts, veuillez communiquer avec votre représentant Mercer ou consulter le site [www.mercer.com/conflictsofinterest](http://www.mercer.com/conflictsofinterest).

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus auprès de diverses sources externes. Bien que ces renseignements soient jugés dignes de foi, Mercer n'a pas cherché à les faire vérifier par des tiers. À ce titre, Mercer ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de ces renseignements et ne peut être aucunement tenue pour responsable (y compris des dommages indirects ou accessoires) en cas d'erreur, d'omission ou d'inexactitude liées aux renseignements fournis par des tiers.

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 conséquences fiscales ou juridiques.

Les services mentionnés ne sont pas tous offerts dans toutes les compétences territoriales. Veuillez communiquer avec votre représentant de Mercer pour obtenir de plus amples renseignements.

Les services de gestion de placements et de consultation destinés aux clients des États-Unis sont offerts par Mercer Investments LLC (Mercer Investments). Mercer Investments LLC est légalement autorisée à exercer ses activités en tant que « Mercer Investment Advisers LLC » dans les États suivants : Arizona, Californie, Floride, Illinois, Kentucky, New Jersey, Caroline du Nord, Oklahoma, Pennsylvanie, Texas et Virginie-Occidentale; en tant que « Mercer Investments LLC (Delaware) » en Géorgie; en tant que « Mercer Investments LLC of Delaware » en Louisiane; et en tant que « Mercer Investments LLC, a limited liability company of Delaware » en Oregon. Mercer Investments est une société de placement enregistrée aux États-Unis en vertu de la plus récente version de l'*Investment Advisers Act of 1940*. L'enregistrement en tant que conseiller en placement ne sous-entend aucun niveau particulier de compétence ou de formation. Les communications orales et écrites d'un conseiller vous fournissent des renseignements sur lesquels vous appuyer pour décider de retenir ou non les services du conseiller. Le formulaire ADV Part 2A & 2B de Mercer Investments peut être obtenu sur demande écrite à l'adresse suivante : Compliance Department, Mercer Investments, 99 High Street, Boston, MA 02110.

Certains services réglementés en Europe sont offerts par Mercer Global Investments Europe Limited et Mercer Limited. Mercer Global Investments Europe Limited et Mercer Limited sont réglementées par la Central Bank of Ireland à titre de société de placement, en vertu du Règlement 2017 (Directive sur les marchés d'instruments financiers) de l'Union européenne. Siège social : Charlotte House, Charlemont Street, Dublin 2, Irlande. Société enregistrée en Irlande sous le numéro 416688. Mercer Limited est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Société enregistrée en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 984275. Siège social : 1 Tower Place West, Tower Place, Londres EC3R 5BU.

Les services de gestion de placements pour les investisseurs canadiens sont fournis par Mercer, Gestion mondiale d'investissements Canada limitée. Les services de consultation en gestion de placements pour les investisseurs canadiens sont fournis par Mercer (Canada) limitée.