

➔ PERSPECTIVES SPI

Un nouveau point de vue sur l'importance des décisions de placement



DESTINÉ AUX INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS UNIQUEMENT



Joanna Mejza,
M.Sc., CFA, ASA

Gestionnaire principal,
Solutions de Portefeuille
Institutionnel



Ivor Krol

Premier directeur
général et responsable,
Solutions de Portefeuille
Institutionnel

L'équipe **Solutions de portefeuille institutionnel (SPI)** PH&N offre aux investisseurs institutionnels des services d'analyse, de recherche, et de leadership avisé pour les aider à relever les défis liés aux placements à long terme et à prendre des décisions stratégiques.

Dans le cadre de sa série **Perspectives SPI**, l'équipe fait part de constatations et d'observations pertinentes tirées de son expérience pratique.

Sommaire exécutif

Il existe de nombreuses études qui tentent de déterminer l'importance relative des différentes décisions de placement en ce qui concerne les résultats de rendement. Les premiers travaux de recherche sur le sujet remontent à un article publié par Brinson, Hood et Beedower en 1986, il y a près de 40 ans : *Determinants of Portfolio Performance*. Dans cette analyse fondamentale, les auteurs ont démontré que l'allocation d'actifs à long terme détermine 90 % de la performance d'un portefeuille, ce qui a donné lieu à une hypothèse généralisée et encore largement répandue, selon laquelle les décisions relatives à la répartition d'actifs sont plus importantes que celles portant sur les fonds utilisés pour la mettre en œuvre.

Au cours des décennies qui ont suivi, cette hypothèse a fait l'objet de bien des discussions parmi les professionnels de l'investissement. Certains l'ont pleinement acceptée, tandis que d'autres l'ont sévèrement critiquée; les critiques vont de l'argument selon lequel l'analyse originale manque de nuance à l'affirmation qu'elle est tout simplement erronée. Le débat en cours a même incité l'un des auteurs de l'article original à participer à la discussion plusieurs décennies plus tard, en déclarant : « Nous n'aurions jamais imaginé qu'un article de six pages serait au cœur d'un débat qui dure depuis plus de 20 ans ».¹

Il ne fait aucun doute que le sujet, même s'il génère une controverse, revêt une importance fondamentale pour les investisseurs institutionnels. Parallèlement, la complexité et la variété des décisions de placement auxquelles sont confrontées les institutions ont considérablement augmenté depuis qu'une grande partie de la recherche originale a été menée. Compte tenu de ces deux considérations, le présent article vise à rafraîchir la perspective sur l'étude en question. Après avoir examiné les principaux points et conclusions formulées à ce sujet au fil des décennies, notre conclusion est que le principal point de désaccord réside dans la façon dont les décisions liées à l'allocation de l'actif sont isolées et mesurées de manière relative. Parmi les nombreuses propositions sur la façon d'établir une base appropriée, nous soutenons qu'un élément crucial a été négligé : le caractère unique inhérent à la situation particulière de chaque investisseur institutionnel. Afin de revoir la question d'origine, nous avons mis au point un cadre introduisant un portefeuille de référence qui peut servir de point de départ personnalisé pour mesurer et orienter les décisions de répartition d'actifs. Dans le cadre proposé, nous utilisons des données historiques sur les indices standards et les rendements de gestionnaires de fonds pour représenter un large éventail de titres à revenu fixe, d'actions et de placements alternatifs pour un investisseur contemporain, puis nous testons différents cas axés sur les objectifs et comparons nos résultats aux résultats trouvés précédemment.

¹ Randolph L. Hood, 2005.

Notre principale conclusion est que l'impact relatif d'un type de décision sur les résultats de risque-rendement peut varier considérablement en fonction des facteurs suivants :

- Les objectifs de rendement de l'investisseur et/ou sa tolérance au risque
- L'étendue de l'ensemble des opportunités dans les catégories d'actifs choisies
- Le potentiel d'alpha et l'erreur de calquage qui lui est associée de la gestion active (variables selon la catégorie d'actif)

Par conséquent, malgré les nombreux efforts passés et notre tentative plus récente de déterminer de façon concluante quelle décision de placement est la plus importante, à savoir la répartition d'actifs ou la mise en œuvre des fonds, nous constatons qu'il n'existe aucun résultat universel sur lequel on puisse se fier. Nous sommes donc d'avis que les investisseurs institutionnels devraient accorder un **poinds égal** aux deux lors de la prise de décision de placement a priori, même si l'une finira par avoir plus de poids que l'autre dans les résultats a posteriori.

POURQUOI CELA EST IMPORTANT

Un investisseur institutionnel, qu'il s'agisse d'un régime de retraite, d'un fonds de dotation ou d'une forme de fiducie collective, est presque toujours une entité à intervenants multiples, c'est-à-dire sans véritable propriétaire des actifs. Les décisions de placement relatives à un régime de retraite à prestations déterminées, par exemple, sont généralement prises par un comité (et potentiellement par des sous-comités) composé de personnes diverses, dont certaines peuvent même ne pas être directement impactées par les résultats. Par conséquent, la gestion responsable d'un portefeuille d'actifs institutionnels exige un cadre de gouvernance permettant d'attribuer les responsabilités et d'évaluer l'impact de chaque décision dans le cadre du processus d'investissement.²

Un bon point de départ pour un tel programme est d'établir formellement les objectifs de placement en incluant la formulation des convictions sous-jacentes. Par la suite, les étapes naturelles consistent à prendre des décisions liées à la répartition d'actifs et à la mise en œuvre des fonds, idéalement dans le cadre d'un processus systématique. Enfin, un mécanisme de suivi et de révision de ces décisions vient conclure le cycle – pierre angulaire de la responsabilité fiduciaire visant à assurer la transparence à l'égard des bénéficiaires des actifs. Comme nous avons établi que les décisions liées à la répartition d'actifs et à la mise en œuvre des fonds peuvent toutes les deux avoir un impact significatif sur les résultats, il en ressort, d'un point de vue de gouvernance, qu'elles devraient recevoir une attention égale lors de leur détermination, de leur suivi et de leur révision.



En pratique, les **décisions liées à la mise en œuvre des fonds** tendent à faire l'objet d'une surveillance constante, car la comparaison entre la performance des fonds à gestion active et celui de leur indice de référence est relativement simple. En revanche, les **décisions liées à la répartition d'actifs** pourraient ne pas faire l'objet d'une surveillance aussi étroite, compte tenu de la difficulté d'établir une base pertinente pour fins d'évaluation. Toutefois, la méthode que nous utilisons dans notre analyse – définissant les décisions liées à la répartition d'actifs comme des écarts par rapport à un portefeuille de référence personnalisé – fournit aux investisseurs institutionnels un modèle pour résoudre ce problème spécifique. Par conséquent, les deux types de décisions de placement peuvent être surveillés efficacement, avec la même possibilité d'identifier les problèmes, d'adopter des mesures correctives et d'apporter des améliorations continues dans le cadre d'une gouvernance solide.

²Walter R. Good, 1984.

Introduction

Le présent article revient sur l'importance relative des décisions de placement, qui a fait l'objet de plusieurs articles influents dont les conclusions sont très différentes. Nous soulignerons et commenterons les principaux points soulevés à ce sujet au fil des décennies, examinerons les avantages (et les enjeux potentiels) des deux côtés du débat, et proposerons un cadre étroitement lié à l'idée initiale, quoique légèrement différent, afin de tenter d'analyser la question par nous-mêmes. Nous espérons qu'un point de vue différent offrira une perspective utile aux investisseurs institutionnels qui doivent relever les défis de gouvernance associés à leurs programmes d'investissement.

Contexte historique

De nombreux investisseurs et professionnels de l'investissement ont peut-être entendu dire que la répartition d'actifs à long terme constitue la décision de placement la plus importante. En fait, on dit souvent que 90 % de la performance d'un portefeuille est attribuable à la répartition d'actifs. Mais sur quoi repose cette conviction ?

L'origine de cette affirmation provient d'un article écrit en 1986 par Brinson, Hood et Beedower. Les auteurs de cette étude ont été motivés par le fait qu'un grand nombre de leurs clients institutionnels en régimes de retraite avaient tendance à consacrer plus de temps et d'efforts à la sélection des gestionnaires qu'à la répartition stratégique

de l'actif, probablement parce qu'il était difficile de quantifier la contribution de cette dernière au rendement des investissements. L'intention des auteurs était donc de concevoir un moyen de mesurer cet effet et de comparer son impact et son importance à celles d'autres types de décisions de placement. Ils ont constaté que le « rendement de la politique d'investissement [...] expliquait en moyenne 93,6 % de la variation totale du rendement réalisé du régime ». C'est ainsi qu'est née la statistique souvent citée lorsqu'il est question de prise de décisions de placement.

Nous notons que l'analyse initiale comporte certaines hypothèses et limites attribuables à l'époque où elle a été menée. Par exemple, les auteurs ont défini les répartitions stratégiques normales de l'actif comme une combinaison d'actions, d'obligations et d'encaisse, en excluant tous les autres actifs en raison du manque de données historiques disponibles.³ Cependant, plusieurs auteurs ont formulé des critiques à l'égard de certains éléments fondamentaux de la méthodologie, ce qui a alimenté le débat pendant plusieurs décennies y compris une réponse apportée par l'un des auteurs originaux 20 ans plus tard, dans laquelle il a mis en avant les observations et opinions les plus courantes des partisans comme des détracteurs. Ci-dessous, nous résumons ce que nous considérons comme les trois critiques principales qui ont émergé au fil des années, accompagnées d'un commentaire sur chacune d'entre elles.



1. Utilisation de la *variation des rendements totaux du portefeuille*

La conclusion principale de l'étude est que la variabilité des rendements du portefeuille peut-être largement expliquée par les différents types de décisions de placement, et non le niveau des rendements réalisés.

Ce détail est parfois négligé par ceux qui soutiennent les conclusions initiales lorsqu'ils invoquent la statistique : la répartition d'actifs explique 90 % de la *variance* d'un portefeuille, et non le *niveau* des rendements réalisés. Certains critiques estiment que la principale préoccupation des investisseurs n'est pas la variabilité des rendements au fil du temps (Jahnke, 1997). Ils se soucient plutôt de l'éventail des résultats possibles à la fin de leur horizon de placement, et le fait de mettre l'accent sur la variance pourrait réduire l'importance de la sélection des titres et de l'anticipation du marché (c.-à-d. la gestion active).

Il est vrai que l'absence d'une dimension de rendement dans le cadre analytique reviendrait à omettre une information cruciale. D'un autre côté, ignorer la composante du risque est tout aussi problématique, d'autant plus que les investisseurs auront inévitablement un certain niveau de tolérance au risque aux fluctuations de leur portefeuille. La variabilité des rendements déterminera à quel point le parcours sera stable (ou cahoteux), et ce facteur est tout aussi important que le rendement à long terme.

³Le segment « Autre » représente une allocation moyenne de 9 % composée de « titres convertibles, placements internationaux, immobilier, capital-risque, contrats d'assurance, obligations adossées à des créances hypothécaires et placements privés ».



2. Absence de base explicite pour évaluer la répartition d'actifs

La base relative servant à calculer la variance du rendement était un portefeuille à rendement nul (c.-à-d. un portefeuille non investi).

Certains ont souligné que la valeur de 90 % pouvait être surestimée, parce que la décision de répartition d'actifs n'avait pas été correctement isolée. Ils ont suggéré que les investisseurs ne choisissent pas une répartition stratégique de l'actif au lieu de détenir de l'encaisse (ce qui était une hypothèse implicite de l'étude initiale), mais plutôt à la place d'un type de portefeuille « alternatif naïf ». Toute déviation par rapport à ce portefeuille représenterait donc les décisions spécifiques liées à la politique du régime (Hensel, Ezra et Ilkiw, 1991). Dans la littérature, le portefeuille alternatif est défini de différentes manières, par exemple comme la répartition d'actifs moyenne pour un groupe d'investisseurs comparables, ou un indice du marché des actions. Si les rendements de la répartition d'actifs étaient redéfinis comme étant uniquement l'excédent par rapport à cette base, ils expliqueraient une part beaucoup plus faible de la variabilité totale et contribueraient à peu près autant que la gestion active.

Nous sommes d'accord avec les points soulevés concernant la nécessité d'établir une base délibérée, mais considérons que l'idée d'un portefeuille alternatif universel par rapport auquel tout investisseur institutionnel pourrait évaluer ses décisions de répartition d'actifs n'est pas compatible avec le problème fondamental des placements. Il n'est pas possible qu'un seul portefeuille de référence puisse convenir à tous les investisseurs institutionnels, à moins que ces derniers partagent tous les mêmes objectifs de rendement, niveaux de tolérance au risque, horizons temporels et contraintes. Par exemple, un portefeuille de marché générique, comme un indice boursier général, omet tout compromis par rapport aux obligations de flux de trésorerie, comme les versements de prestations de retraite ou les engagements de dotation.



3. L'analyse porte sur chaque fonds à titre individuel

L'analyse examine la variation de rendement pour un fonds unique, et non la variation de rendement entre deux fonds différents.

Certains ont interprété à tort le chiffre de 90 % comme l'impact de la décision de répartition d'actifs d'un investisseur par rapport aux décisions d'autres investisseurs (Nuttall, 2000), ce qui suggère que ce contexte suscitait un plus grand intérêt. Cette hypothèse représente toutefois un angle différent sur la question de la répartition d'actifs, et elle donne lieu à une réponse différente. Par exemple, il a été démontré que seulement 40 % de la variation des rendements entre les fonds s'expliquait par la répartition stratégique de l'actif, le reste étant attribuable à la gestion active (Ibbotson et Kaplan, 2010). De plus, il a été observé que les stratégies ayant un degré plus élevé de gestion active (p. ex., sélection de titres neutre au marché par rapport à une sélection de titres en positions acheteur uniquement) augmentaient la contribution relative liée à l'alpha (Xiong, Ibbotson, Idzorek et Chen, 2010). Dans ce contexte, l'impact de la gestion active est donc beaucoup plus importante que ce qui était supposé initialement.

Les différents investisseurs institutionnels prennent des décisions différentes en matière de répartition d'actifs, habituellement en fonction de leur situation particulière. Par exemple, toutes les institutions n'ont pas la même tolérance au risque : un régime de retraite fermé, mature, qui poursuit une stratégie de réduction du risque, n'aura généralement pas la même répartition en actifs axés sur la croissance qu'un régime ouvert destiné à une population jeune et active. La comparaison de la répartition d'actifs entre ces deux institutions ne produirait pas de résultats pertinents, car leurs profils de risque sont fondamentalement différents. Par conséquent, nous croyons que la comparaison entre investisseurs n'est pas une base fiable pour évaluer l'impact relatif des différentes décisions de placement.

Notre perspective

La publication d'origine, de même que les articles et observations qui lui ont fait suite, ont fourni de précieux arguments et commentaires sur le sujet. Toutefois, que peuvent faire les investisseurs face à la disparité des résultats obtenus par les différents chercheurs, allant de la statistique initiale de 90 % à un pourcentage nettement inférieur? À notre avis, il ne serait pas judicieux de se fier excessivement aux conclusions passées, car elles présentaient toutes un problème sous-jacent : les décisions de répartition d'actifs étaient évaluées par rapport à une base sans relation avec la situation propre à chaque investisseur (p. ex., encaisse, marchés des actions ou pairs). Puisqu'il est très peu probable que deux institutions aient les mêmes objectifs et convictions, nous ne pouvons pas compter sur une référence universelle pour évaluer les décisions individuelles. La réponse à la question des décisions de placement nécessite donc une base significative permettant de mesurer explicitement la composante de la répartition d'actifs. Cela nous amène à l'objectif fondamental des actifs.

Les institutions ont invariablement leurs propres objectifs en ce qui concerne les actifs investis. Par exemple, l'objectif d'un fonds de retraite à prestations déterminées pourrait être de trouver un équilibre entre la sécurité des prestations des membres et les cotisations des employeurs, tandis qu'un fonds de dotation pourrait choisir d'honorer ses engagements actuels en matière de dépenses tout en maintenant une équité intergénérationnelle. La façon dont leurs actifs respectifs sont finalement investis doit, par définition, leur permettre d'atteindre leurs objectifs, tant sur le plan des résultats que sur celui de la gestion du risque. Normalement, l'exercice commence par établir une cible de rendement à long terme et un niveau de risque acceptable (p. ex., volatilité) propres aux circonstances spécifiques de l'investisseur - son profil risque-rendement. L'étape suivante consiste souvent à déterminer la répartition stratégique de l'actif destinée à soutenir le profil choisi. Toutefois, intégré dans ce processus se trouve le concept de **portefeuille de référence**.

Selon notre expérience, l'utilisation d'un portefeuille de référence est plus fréquente parmi les très grands investisseurs institutionnels dotés de paliers de gouvernance et de gestion de fonds plus complexes et délimités, parmi lesquels le fonds de retraite de Nouvelle-Zélande (New Zealand Superannuation Fund ou NZSF), le fonds de dotation de l'Université de Toronto et le Régime de retraite de la fonction publique. Cela ne signifie pas nécessairement que les portefeuilles de référence ne sont d'aucune utilité pour les investisseurs institutionnels, quelle que soit leur taille. Comme l'indique NZSF, «l'approche fondée sur un portefeuille de référence représente avant tout une structure de gouvernance visant à faciliter la prise de décisions et à renforcer la responsabilité en matière de processus décisionnel.»⁴ Cela suggère que le portefeuille de référence serait un candidat idéal pour constituer le portefeuille « alternatif naïf » décrit dans la littérature, donc une base appropriée pour évaluer les décisions liées à la répartition d'actifs.

Bien qu'un investisseur puisse décider de structurer sa répartition d'actifs selon son portefeuille de référence implicite, il est probable qu'il souhaitera optimiser son profil risque-rendement. Si ce processus peut varier considérablement dans son étendue, il implique généralement l'intégration de catégories d'actifs supplémentaires ayant des profils de risque, de rendement, de liquidité et de complexité différents, ce qui constituerait des décisions délibérées. Cela dit, nous tenons à souligner que le processus consistant à formuler des objectifs de risque-rendement et à les transposer dans un portefeuille de référence représente un exercice d'une importance cruciale, puisque toutes les décisions de placement ultérieures découleront de cette étape initiale.

PORTEFEUILLE DE RÉFÉRENCE

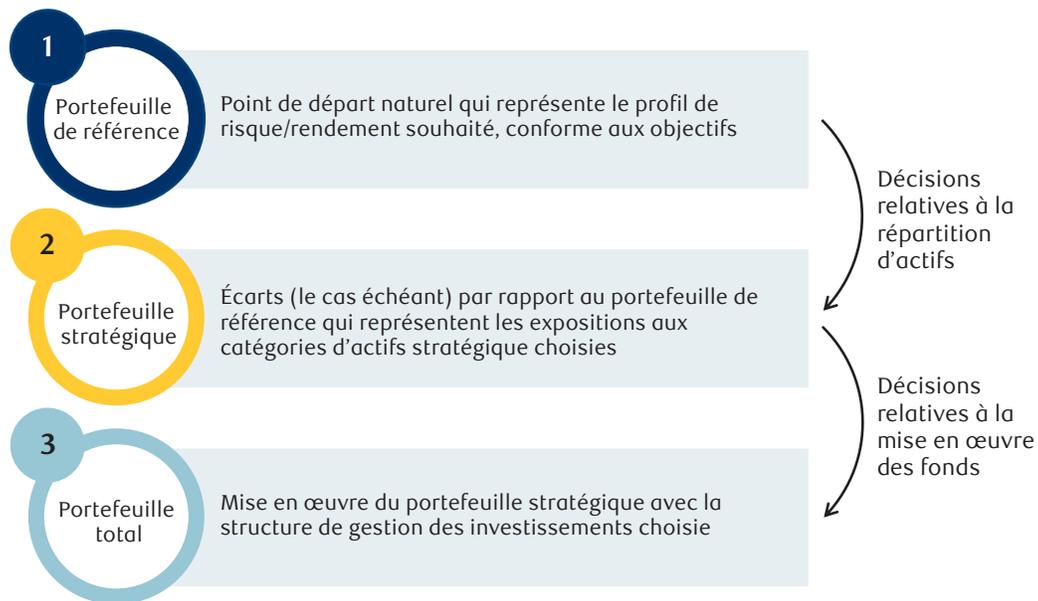
Le portefeuille de référence est généralement composé d'une allocation générique en actions et en titres à revenu fixe. Son objectif est de refléter le portefeuille le plus simple, le moins cher et le plus liquide dont le rendement et le risque attendus à long terme sont conformes aux objectifs de placement de l'institution. Le concept original est attribué au Régime de pensions du Canada (RPC), qui a introduit le portefeuille de référence afin de mieux délimiter la gouvernance et la prise de décisions entre l'équipe de gestion des investissements et le conseil d'administration. Le portefeuille de référence du RPC de base a été déterminé selon une allocation de 85 % en actions mondiales et de 15 % en obligations d'État canadiennes, conformément au niveau de risque que le conseil d'administration est prêt à accepter. La politique d'investissement réellement appliquée par l'équipe de gestion des investissements – qui résulte en un portefeuille complexe composé de titres à revenu fixe, d'actions, de produits dérivés et de placements alternatifs du marché privé – devrait donner de meilleurs résultats que le portefeuille de référence sur une base ajustée au risque.

⁴ New Zealand Superannuation Fund, How We Invest White Paper – 2015 Reference Portfolio Review, 2 août 2015.

Notre cadre proposé

En utilisant le portefeuille de référence comme un outil d'évaluation des décisions liées à la répartition d'actifs, nous proposons un cadre légèrement modifié, composé de trois portefeuilles différents, comme l'illustre la figure ci-dessous :

Figure 1 : Une approche à trois niveaux



Afin de mieux comprendre la structure du cadre proposé (constitué de trois niveaux), nous décrivons ci-après les cas limites relatifs à chaque portefeuille de référence donné :

- L'investisseur adopte le portefeuille de référence en tant que répartition stratégique de l'actif, puis le met en œuvre de façon passive. Dans ce scénario, **aucune décision de placement n'a été prise** selon notre cadre.
- L'investisseur établit une répartition stratégique de l'actif qui diffère de celle du portefeuille de référence, puis le met en œuvre de façon passive. Dans ce scénario, même pour des écarts mineurs, **100 % des résultats liés aux décisions de placement sont attribuables à la répartition d'actifs**.
- L'investisseur adopte des portefeuille de référence en tant que répartition stratégique de l'actif, puis met en œuvre une partie ou la totalité de ses composantes de façon active. Dans ce scénario, **100 % des résultats liés aux décisions de placement sont attribuables à la mise en œuvre des fonds**.

Au vu de notre cadre, l'impact d'une décision particulière peut facilement varier d'un extrême à l'autre. Cette observation révèle déjà une réponse importante et originale à la question de savoir quelle décision a le plus de poids : il n'existe pas de réponse universelle qui puisse constituer une règle générale. Toutefois, cela ne signifie pas qu'il n'y ait pas d'autres informations à tirer d'une recherche analytique. Étant donné que la plupart des investisseurs dévieront vraisemblablement de leur portefeuille de référence et mettront en œuvre une partie ou la totalité de ses composantes de façon active, nous pourrions encore découvrir certaines tendances importantes associées aux types de décisions. Pour étudier ce cas de figure plus courant, nous devons créer un cadre d'essais aussi représentatif que possible de l'environnement actuel ; les décisions de placement et leur complexité ont considérablement évolué depuis la publication des travaux initiaux et les nombreux articles publiés sur le sujet par la suite.

Données

Un obstacle important à la réalisation de ce type d'analyse est le manque de qualité et de disponibilité de données de rendement, tant pour un échantillon représentatif de catégories d'actifs que pour un univers de gestionnaires de fonds qui constitueraient des options de mise en œuvre viables. Pour les besoins de cet article, nous avons obtenu les données requises dans la base de données d'eVestment.

Notre analyse s'appuie sur 10 ans de données historiques mensuelles, réparties en trois grandes catégories d'actifs, dont le degré de complexité et de liquidité varie : traditionnel, spécialisé et alternatif. Pour chaque catégorie d'actif, nous avons établi des indices de marché qui reflètent l'exposition au risque générique liée aux décisions de répartition d'actifs, tout en servant de base de comparaison pour évaluer le rendement relatif du gestionnaire dans le contexte de la gestion active. Les détails sont présentés dans le tableau suivant :

Traditionnel	Spécialisé	Alternatif
Obligations de catégorie investissement Indice des obligations universelles FTSE Canada Actions à grande capitalisation Indice composé plafonné S&P/TSX Indice MSCI Monde (\$ CA)	Obligations à rendement élevé Indice mondial ICE BofA à haut rendement (\$ CA) Dette des marchés émergents Indice obligataire des marchés émergents J.P. Morgan (\$ CA) Actions à petite capitalisation Indice MSCI Monde à petite capitalisation (\$ CA) Actions à faible volatilité Indice MSCI Monde à volatilité minimale (\$ CA) Actions de marchés émergents Indice MSCI Marchés émergents (\$ CA)	Liquidité Indice HFRI Macro (Total) (\$ CA) Marché privé Indice Credit Suisse des prêts à effet de levier (\$ CA)

Nous tenons à souligner que cette liste n'est aucunement exhaustive, et que certains lecteurs pourraient observer des omissions notables par rapport à leurs réelles politiques d'investissement. De telles omissions seraient dues au manque de données sur le rendement des fonds pour ces catégories d'actifs spécifiques, du point de vue de la durée et de la taille de l'échantillon. Cela dit, nous croyons que cet ensemble d'opportunités constitue une représentation réaliste aux fins de notre analyse de l'impact des décisions liées à la répartition d'actifs, compte tenu des limites des données lorsque nous tentons de créer une représentation tout aussi réaliste à l'égard des décisions liées à la mise en œuvre des fonds.

Nous avons également jugé nécessaire d'appliquer certains filtres afin de constituer un univers de fonds suffisamment large et complet du bassin de gestionnaires sélectionnés par les investisseurs institutionnels, d'autant plus que les données d'eVestment sur les gestionnaires de fonds sont auto-déclarées et peuvent donc faire l'objet d'erreurs de classification ou d'autres inexactitudes. Les résultats de l'analyse seront invariablement influencés par les univers de fonds constitués, ce qui signifie que les conclusions pourraient être faussées par des valeurs aberrantes ou des stratégies classifiées de façon inadéquate. Les filtres et leurs rationnels sont décrits comme suit :

- Un fonds doit avoir des données de rendement sur 10 ans, et son indice de référence doit être celui utilisé en tant que représentation de la catégorie d'actif dans notre analyse.⁵
- Nous avons appliqué un filtre aux actifs sous gestion (ASG) afin d'exclure les fonds se situant au-dessous de 20 % des ASG moyens de l'échantillon. Nous veillons ainsi à exclure les fonds qui seraient probablement trop petits pour être considérés comme admissibles selon les critères des investisseurs institutionnels. De plus, filtrer les fonds en fonction de leurs ASG nous permet d'éviter une distorsion potentielle résultant de rendements qui pourraient être liés à leur petite taille et non réalisables à une échelle institutionnelle.
- Nous avons exclu les fonds affichant une volatilité excessive (c'est-à-dire une volatilité plus de deux fois supérieure à la moyenne de l'échantillon), en supposant qu'un investisseur institutionnel type ne considérerait pas un fonds comme une option de gestion active admissible dans le cadre d'une politique d'investissement donnée s'il présentait un niveau de risque significativement plus élevé.

Les données issues du filtrage sont classifiées selon la répartition par quartile des rendements des gestionnaires sur 10 ans, comme cela est illustré à la figure 2.⁶

⁵ En raison de notre exigence selon laquelle tous les fonds doivent avoir 10 ans d'historique de rendement afin que nous disposions d'une série de rendements suffisante, il existe un risque de « biais des survivants » susceptible de fausser à la hausse la distribution des rendements des gestionnaires.

⁶ Nous ne tenons pas compte des frais de gestion d'investissement, car ces derniers peuvent varier considérablement selon les catégories d'actifs, les fonds et les ASG des investisseurs, ce qui rend très difficile de déterminer une estimation générale unique.

Figure 2 : Répartition par quartile des rendements annualisés des gestionnaires sur 10 ans



*Réparti entre actions canadiennes (30 %) et actions mondiales (70 %).
Source : RBC GMA, eVestment. Période de 10 ans se terminant le 30 juin 2024.

Méthodologie

Une analyse exhaustive exige que nous prenions en compte un éventail de circonstances qui représentent de façon générale différentes situations d'investisseurs. Rappelons que nous soutenons que les investisseurs auront des objectifs de rendement et des niveaux de tolérance au risque différents, ainsi que des convictions diverses, et que chacun de ces facteurs peut influencer sur le choix des catégories d'actifs admissibles. Nous évaluerons donc si le profil risque-rendement et l'ampleur de l'ensemble d'opportunités influent sur les décisions liées à la répartition d'actifs et les décisions liées à la mise en œuvre des fonds, en procédant de la manière suivante :

- Nous examinerons l'inclusion de catégories d'actifs spécialisés dans trois portefeuilles de référence constitués de catégories d'actifs traditionnelles :
 - un pour un investisseur à profil de risque faible (20 % d'actions à grande capitalisation);
 - un pour un investisseur à profil de risque équilibré (50 % d'actions à grande capitalisation); et
 - un pour un investisseur à profil de risque élevé (80 % d'actions à grande capitalisation).
- Nous examinerons l'inclusion de placements alternatifs dans un deuxième ensemble d'opportunités, uniquement pour un investisseur à profil de risque équilibré.

Nous avons maintenant besoin d'une base pour établir des portefeuilles stratégiques représentatifs pour chaque portefeuille de référence. Bien que dans la pratique, il existe de nombreux moyens pour un investisseur de dévier du portefeuille de référence qu'il a choisi, nous avons construit les portefeuilles stratégiques représentatifs en maximisant le rendement pour un même niveau de risque sur la période de données historique déterminée. Cette hypothèse nous paraît raisonnable, étant donné que dans la pratique, les portefeuilles de référence sont généralement utilisés comme point de comparaison pour évaluer la performance ajustée au risque des portefeuilles stratégiques. Les répartitions d'actifs qui en résultent (qui ont été contraintes afin d'éviter le risque de concentration dans les catégories non traditionnelles)⁷ sont présentées à la figure 3.

⁷ Se reporter à l'annexe pour plus d'information.

Figure 3 : Portefeuilles stratégiques

	Profil risque/rendement			Ensemble d'opportunités	
	+ Actifs spécialisés			+ Actifs spécialisés	+ Placements alternatifs
	Risque faible	Risque équilibré	Risque élevé	Risque équilibré	Risque équilibré
Portefeuille de référence	20/80	50/50	80/20	50/50	50/50
Titres à revenu fixe	83 %	43 %	10 %	43 %	30 %
Obligations de cat. inv.	59 %	26 %	6 %	26 %	18 %
Obligations à rend. élevé	12 %	9 %	2 %	9 %	6 %
Dette des marchés émergents	12 %	9 %	2 %	9 %	6 %
Actions	17 %	57 %	90 %	57 %	56 %
Actions à grande capitalisation*	8 %	29 %	50 %	29 %	42 %
Actions à faible volatilité	8 %	24 %	28 %	24 %	12 %
Actions à petite capitalisation	–	–	10 %	–	2 %
Actions de marchés émergents	–	4 %	2 %	4 %	–
Placements alternatifs	–	–	–	–	14 %
Stratégie liquide	–	–	–	–	7 %
Stratégie des marchés privés	–	–	–	–	7 %

*Réparti entre actions canadiennes (30 %) et actions mondiales (70 %).

Nous avons également besoin d'une base pour élaborer des séries d'options de mise en œuvre testables pour chaque catégorie d'actif ciblée par la politique. Idéalement, nous souhaitons examiner toutes les combinaisons de fonds possibles pour une répartition stratégique de l'actif sur la totalité de la période de 10 ans (en supposant qu'il n'y ait pas de changement de gestionnaire ni de modification de la répartition d'actifs),⁸ car cela nous offrirait la fourchette maximale de variation potentielle théoriquement associée à la prise de décision liée à la mise en œuvre des fonds. Cependant, si l'on tenait compte de toutes les catégories d'actifs, le nombre de combinaisons serait impossible à gérer, puisqu'il s'élèverait à plus de dix quadrillions! Pour réduire la dimensionnalité du problème, nous employons une technique d'échantillonnage stratifié basée sur les quartiles de rendement des fonds :

1. Les fonds sont répartis en groupes pour chaque catégorie d'actif en fonction des quartiles de leurs rendements annualisés sur 10 ans.
2. Toutes les combinaisons de quartiles possibles pour les dix catégories d'actifs sont ensuite créées – 1048576 au

total en tenant compte de l'ensemble des opportunités avec l'allocation aux actions à grande capitalisation répartie entre les marchés canadien et mondial. Par exemple, aux extrêmes, nous pouvons avoir un scénario de mise en œuvre des fonds dans lequel toutes les catégories d'actifs ont des gestionnaires du 1^{er} quartile ou des gestionnaires du 4^e quartile.

3. Pour chaque combinaison de quartiles, un gestionnaire est sélectionné au hasard dans le quartile spécifié pour chaque catégorie d'actif. Le processus est ensuite répété 50 fois pour s'assurer que l'échantillon représente bien l'ensemble de la population.

Enfin, lorsque toutes les composantes de notre cadre à trois niveaux ont été définies, la méthodologie utilisée aux fins d'évaluation est illustrée dans l'équation 1. La méthodologie consiste à décomposer les écarts de rendement du portefeuille total par rapport au portefeuille de référence (afin de refléter l'effet combiné des décisions liées à la répartition d'actifs et des décisions liées à la mise en œuvre des fonds) en composantes individuelles.

⁸ Bien que cette hypothèse soit nécessaire aux fins de l'analyse, dans les faits, un programme continu de gouvernance et de suivi pourrait entraîner des changements périodiques dans la répartition stratégique de l'actif et dans la structure de gestion des investissements, ainsi que des écarts tactiques potentiels dans la répartition d'actifs.

Équation 1

$$\underbrace{(PT_{i,t} - PR_t)}_{\text{Total des décisions de placement}} = \underbrace{(PS_t - PR_t)}_{\text{Décisions relatives à la répartition d'actifs}} + \underbrace{(PT_{i,t} - PS_t)}_{\text{Décisions relatives à la mise en œuvre des fonds}}$$

où (en supposant un rééquilibrage mensuel)

$PT_{i,t}$ = Rendement du portefeuille total pour la mise en œuvre des fonds i au mois t

PR_t = Rendement du portefeuille de référence au mois t

PS_t = Rendement du portefeuille stratégique au mois t

Cette formule est semblable à celle qui est utilisée par Xiong, Ibbotson, Idzorek et Chen (2010), à l'exception du fait que nous introduisons le portefeuille de référence spécifique à l'investisseur plutôt qu'un portefeuille alternatif universel. Par ailleurs, nous ne tenons pas compte du rendement absolu du portefeuille total, mais plutôt de son écart par rapport au portefeuille de référence, ce qui ne constitue pas, selon nous, une décision de placement explicite.

L'équation 1 nous permet d'isoler adéquatement les décisions de placement; toutefois, nous devons déterminer la manière de mesurer leurs impacts respectifs. Comme nous l'avons mentionné, le niveau et la variabilité du rendement doivent être pris en compte conjointement. Le premier élément représente l'objectif de rendement, et le second, la tolérance au risque, soit le compromis complet du point de vue de la prise de décision. Alors que l'impact sur le niveau du rendement est clair, l'impact sur la variabilité demande une considération supplémentaire.

Dans l'étude initiale de Brinson, Hood et Beedower (1986), l'approche des auteurs consistait à effectuer une série de régressions linéaires, en commençant par la décision liée à la répartition d'actifs puis en ajoutant des décisions liées à la mise en œuvre des fonds. Ils ont ainsi réussi à quantifier (au moyen du coefficient statistique R²) l'excédent de variance attribuable à l'inclusion des décisions liées à la mise en œuvre des fonds comme un moyen d'évaluer l'importance relative. Toutefois, cette méthode ne quantifie pas explicitement la contribution individuelle de chaque composante, ce qui est notre objectif.

Dans notre cadre, l'un des moyens d'y parvenir serait de calculer le coefficient R² individuel de chaque composante. Cependant, le total des valeurs résultant du calcul ne serait pas égal à 100 %, à moins de tenir compte des interactions entre les composantes. Xiong, Ibbotson, Idzorek et Chen (2010) ont abordé cette question et introduit un facteur d'équilibre appelé « effet d'interaction », mais ce terme n'est pas directement associé à une composante donnée. Au lieu d'utiliser le coefficient R² de chaque composante, nous pensons qu'une approche plus simple consisterait à travailler directement avec leur contribution marginale au risque (CMR), en tenant compte explicitement de la corrélation et la répartir de façon analytique.⁹

Résultats**Impact sur le niveau de rendement**

Nous commençons notre analyse en examinant le niveau des rendements réalisés. La figure 4 illustre la répartition entre la contribution des décisions liées à la répartition d'actifs et celle des décisions liées à la mise en œuvre des fonds relativement aux rendements totaux sur 10 ans, tant sur le plan absolu que relatif.

Figure 4 : Répartition du rendement annualisé sur 10 ans par décision de placement

	+ Actifs spécialisés			+ Actifs spécialisés Risque équilibré	+ Placements alternatifs Risque équilibré
	Risque faible	Risque équilibré	Risque élevé		
Rendement du portefeuille					
Référence (PR)	3,6 %	6,2 %	8,8 %	6,2 %	6,2 %
Stratégique (PS)	4,3 %	7,3 %	9,5 %	7,3 %	7,9 %
Total (PT)	4,7 %	7,7 %	9,9 %	7,7 %	8,4 %
Contribution absolue					
Répartition des actifs ($R_{PS} - R_{PR}$)	0,7 %	1,0 %	0,7 %	1,0 %	1,6 %
Mise en œuvre des fonds ($R_{PT} - R_{PS}$)	0,4 %	0,4 %	0,5 %	0,4 %	0,5 %
Total ($R_{PT} - R_{PR}$)	1,1 %	1,4 %	1,1 %	1,4 %	2,2 %
Contribution relative					
Répartition des actifs (%)	64 %	71 %	58 %	71 %	75 %
Mise en œuvre des fonds (%)	36 %	29 %	42 %	29 %	25 %

Il se peut que les totaux ne soient pas exacts, en raison des arrondis.

⁹ Veuillez consulter l'annexe pour les détails de la formule.

En ce qui a trait à la composante de décision liée à la répartition d'actifs, la contribution absolue au rendement varie selon le portefeuille de référence : elle est plus élevée pour le profil de risque équilibré, qui a davantage bénéficié des décisions de répartition d'actifs au niveau stratégique que les profils à faible risque ou à risque élevé (1,0 % contre 0,7 %). Nous attribuons cette observation à la probabilité qu'aux extrémités du rapport risque-rendement, un investisseur dispose généralement d'une marge de manœuvre plus limitée pour dévier de son portefeuille de référence sans modifier fondamentalement le profil de risque par rapport à la tolérance qu'il a exprimée. Lorsque nous élargissons l'ensemble d'opportunités avec l'ajout de placements alternatifs, la contribution augmente encore plus (1,6 % contre 1,0 %) en raison de la capacité à dévier davantage du portefeuille de référence, dans un sens positif.

En ce qui a trait à la composante de décision liée à la mise en œuvre des fonds, la contribution absolue au rendement varie encore une fois selon le portefeuille de référence : elle est plus élevée pour le profil de risque élevé (0,5 % contre 0,4 %). Cela est attribuable à l'importance accrue accordée aux actions dans son portefeuille stratégique, en particulier les actions à petite capitalisation et de marchés émergents, qui affichent un alpha moyen plus élevé dans notre échantillon historique (voir la figure 2). Nous observons une situation semblable lorsque nous ajoutons des placements alternatifs à l'allocation pour

le profil de risque équilibré : la contribution augmente (0,5 % contre 0,4 %) parce que le nouveau portefeuille stratégique est davantage orienté vers des catégories d'actifs offrant un alpha plus élevé.

Enfin, les contributions relatives de chaque décision de placement montrent laquelle a le plus de poids. Pour ce qui est des décisions liées à la répartition d'actifs, les valeurs sont nettement inférieures au chiffre de 90 % et les écarts sont considérables entre les cas. Cela signifie que le profil risque-rendement et l'étendue de l'ensemble des opportunités influent sur l'importance relative des différentes décisions sur les résultats de rendement, pour les raisons susmentionnées. En revanche, les tendances sont un peu plus difficiles à discerner, étant donné que les valeurs relatives sont interdépendantes, ce qui signifie que les changements de l'une affectent automatiquement l'autre.

Impact sur la variabilité des rendements

Nous examinons ensuite la variabilité des rendements, qui est représentée par l'écart type des rendements (c.-à-d. la volatilité). La figure 5 illustre la répartition entre la contribution des décisions liées à la répartition d'actifs et celle des décisions liées à la mise en œuvre des fonds relativement à la volatilité totale associée aux décisions de placement (σ_{PT-PR}).

Figure 5 : Répartition de la volatilité annuelle par décision de placement

	+ Actifs spécialisés			+ Actifs spécialisés	+ Placements alternatifs
	Risque faible	Risque équilibré	Risque élevé	Risque équilibré	Risque équilibré
Volatilité du portefeuille					
Référence (PR)	5,8 %	7,5 %	9,9 %	7,5 %	7,5 %
Stratégique (PS)	5,8 %	7,5 %	9,9 %	7,5 %	7,5 %
Total (PT)	5,8 %	7,7 %	10,1 %	7,7 %	7,7 %
Contribution absolue					
Répartition des actifs (CMR_{PS-PR})	1,5 %	1,7 %	1,2 %	1,7 %	1,7 %
Mise en œuvre des fonds (CMR_{PT-PS})	0,3 %	0,7 %	1,5 %	0,7 %	1,1 %
Total (σ_{PT-PR})	1,8 %	2,4 %	2,7 %	2,4 %	2,8 %
Contribution relative					
Répartition des actifs (%)	84 %	70 %	44 %	70 %	62 %
Mise en œuvre des fonds (%)	16 %	30 %	56 %	30 %	38 %

Il se peut que les totaux ne soient pas exacts, en raison des arrondis.

En ce qui a trait à la composante de décision liée à la répartition d'actifs, la contribution marginale au risque varie également selon le portefeuille de référence : elle est plus élevée pour le profil de risque équilibré (1,7 %) et plus faible pour le profil de risque élevé (1,2 %). Étant donné que le portefeuille de référence et le portefeuille stratégique ont la même volatilité, les différences observées sont liées au chevauchement dans les grandes expositions au risque entre les deux, avec plus de similarités entraînant une contribution plus faible. Un chevauchement peut survenir lorsque différentes catégories d'actifs sont fortement exposées à un facteur de risque commun tout en présentant des profils risque-rendement distincts. C'est le cas du profil de risque élevé où le portefeuille de référence et le portefeuille stratégique sont tous deux dominés par le risque de marché des actions, même si le second est composé d'une variété de styles d'actions différents, d'où sa plus faible contribution marginale au risque. On pourrait donc s'attendre à ce que l'inclusion de placements alternatifs (qui ont tendance à accroître la diversification) entraîne une augmentation de la contribution marginale au risque. Cependant, ce n'est pas ce que nous observons dans le profil de risque équilibré. Les placements alternatifs libèrent de la capacité de prise de risque, ce qui permet d'augmenter les rendements en augmentant l'allocation aux actions mondiales – la catégorie d'actif offrant les meilleurs rendements de l'échantillon. Par extension, cette allocation rapproche le nouveau portefeuille stratégique au portefeuille de référence. En fin de compte, la contribution marginale au risque se retrouve semblable à celle du portefeuille stratégique, lequel ne comporte pas de placements alternatifs.

En ce qui a trait à la composante de décision liée à la mise en œuvre des fonds, nous observons une augmentation notable de la contribution marginale au risque en passant du profil de risque faible (0,3 %) au profil de risque élevé (1,5 %). Rappelons que le portefeuille stratégique, qui a un profil de risque élevé, privilégie les catégories d'actions qui, en plus d'afficher un alpha réalisé plus élevé, sont plus volatiles par rapport à leurs indices de référence. Par conséquent, la contribution marginale au risque est plus élevée lorsque le portefeuille stratégique est mis en œuvre avec des catégories d'actifs ayant une erreur de calquage plus élevée. Cet effet explique également la contribution marginale au risque plus élevée qui accompagne l'ajout de placements alternatifs dans le profil de risque équilibré (1,1 % contre 0,7 %).

Enfin, comme c'est le cas pour le niveau des rendements, la contribution relative de chaque décision de placement à la volatilité du portefeuille peut varier considérablement en fonction du profil risque-rendement et de l'univers des catégories d'actifs. Par exemple, l'impact des décisions liées à la répartition d'actifs varie d'un niveau très élevé (84 %) à moins de la moitié (44 %). Nous notons que l'ampleur de cet impact est différente du point de vue de la volatilité que de celui du rendement, ce qui souligne l'importance de tenir

compte des deux dimensions.

Commentaires et autres considérations

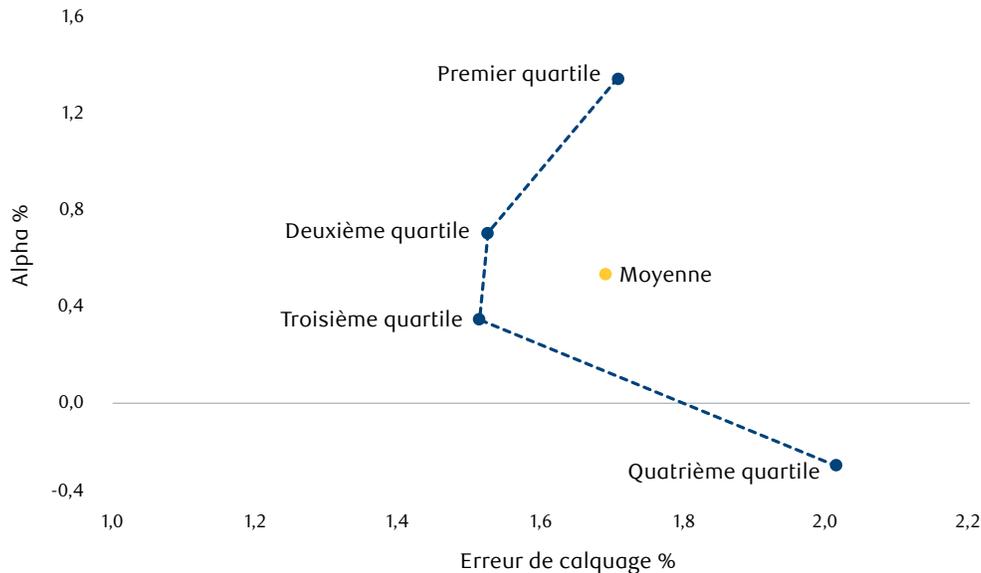
Notre analyse visait à identifier d'éventuelles tendances ou relations entre les deux types de décisions de placement, plutôt qu'à produire des valeurs précises pouvant être citées comme une règle universelle. Souvenons-nous que dans les cas limites, il n'existe pas de chiffre précis auquel tout investisseur pourrait se fier pour évaluer l'importance des types de décisions ; les résultats de l'analyse le confirment. En effet, l'impact des types de décisions de placement dépend de la situation propre à chaque investisseur, laquelle définit ses objectifs de risque-rendement et l'ensemble d'opportunités dont il dispose. De plus, nous croyons que toutes ces valeurs précises peuvent varier considérablement si les données initiales sont modifiées, par exemple si nous devons travailler avec un univers de fonds différent, une période d'étude différente ou des rendements nets de frais. Cela dit, dans les cas les plus courants, nous avons observé deux tendances générales que nous considérons comme des inférences fiables :

1. **Les décisions liées à la répartition d'actifs peuvent avoir un plus grand impact lorsqu'un investisseur dispose d'une plus grande capacité à dévier de son portefeuille de référence (sur le plan du rendement et des expositions aux facteurs de risque) tout en respectant ses objectifs de risque-rendement.**
2. **Les décisions liées à la mise en œuvre des fonds peuvent avoir un plus grand impact lorsqu'un investisseur investit dans des catégories d'actifs qui présentent un potentiel d'alpha plus élevé ou une erreur de calquage plus élevée.**

Rappelons qu'en fin de compte, les deux types de décisions interagissent entre eux, ce qui signifie que les résultats relatifs exacts varieront selon la situation.

Enfin, il convient de mentionner qu'une autre couche de variabilité est susceptible d'avoir un grand impact sur les décisions liées à la mise en œuvre des fonds : le quartile dans lequel se situe le rendement, et l'erreur de calquage. Dans notre analyse, nous avons examiné les moyennes, mais l'expérience de la gestion active pour un portefeuille stratégique donné pourrait varier selon le profil risque-rendement de l'alpha et la dispersion entre les gestionnaires des différentes catégories d'actifs. La figure 6 illustre l'alpha moyen ($R_{PT} - R_{PS}$) par quartile, ainsi que l'erreur de calquage moyenne correspondante (σ_{PT-PS}) pour le profil de risque équilibré incluant des placements alternatifs.

Figure 6 : Alpha et erreur de calquage par quartile



Si nous examinons les extrêmes, c'est-à-dire le premier et le quatrième quartile, nous constatons à quel point le rendement de l'alpha et l'erreur de calquage s'écartent de la moyenne. En ce qui concerne le rendement, s'il se situait dans le premier quartile (1,3 % au lieu de 0,5 %), alors la contribution des décisions liées à la mise en œuvre des fonds passerait de 25 % à 45 %. En ce qui concerne l'erreur de calquage, si elle se situait dans le quatrième quartile (2,0 % au lieu de 1,7 %), alors les décisions liées à la mise en œuvre des fonds seraient à l'origine de 46 % de la volatilité, au lieu de 38 %. Par conséquent, plus la dispersion entre les quartiles est large sur le plan de l'alpha ou de l'erreur de calquage, plus grande peut être l'impact des décisions liées à la mise en œuvre des fonds.

Conclusion

La question de savoir quel type de décision de placement influe le plus sur les résultats des investisseurs institutionnels a fait l'objet de nombreuses recherches et de débats. D'un côté, nous avons la conclusion originale de Brinson, Hood et Beedower (BHB) selon laquelle les décisions liées à la répartition stratégique de l'actif déterminent 90 % de la performance d'un portefeuille; de l'autre, une foule d'articles qui remettent en question certains éléments de leur travail et mènent à des conclusions très différentes. Après avoir passé en revue un grand nombre d'études consacrées au sujet, nous sommes d'avis qu'il y a des points pertinents ainsi que des omissions des deux côtés du débat. L'intention de BHB de quantifier la contribution des décisions liées à la répartition d'actifs sur le rendement total d'un portefeuille est tout à fait louable, d'autant plus que la

question avait été peu examinée à l'époque. Toutefois, leur méthodologie n'utilise pas de base pour l'évaluation de ces décisions. Les travaux qui ont suivi ont tenté de remédier à cette omission. Cependant, leurs auteurs ont introduit de nouveaux éléments problématiques, par exemple une base explicite qui ne peut pas être considéré comme pertinente pour tous les investisseurs institutionnels. Nous avons donc cherché à concevoir un cadre qui réponde à ce point, et nous estimons que l'approche à trois niveaux que nous proposons intègre tout autant l'idée initiale de BHB et répond à ses critiques. À cet égard, nous introduisons le concept de portefeuille de référence en tant que base objective pour tout investisseur institutionnel, ce portefeuille étant construit en fonction de ses objectifs et de sa situation spécifique.

À la suite de la définition de notre cadre, nous avons voulu répondre à la même question que nos prédécesseurs : quelle est l'importance relative des décisions liées la répartition d'actifs par rapport aux décisions liées à la mise en œuvre des fonds, en ce qui a trait aux résultats de placement ? Notre objectif était de déterminer si nous pouvions calculer le « bon » chiffre selon une approche analytique, et nous en avons conclu qu'un tel chiffre n'existe pas. Il existe trop de dimensions, et trop de variations entre les dimensions, pour qu'une règle de pouce puisse être appliquée universellement à toutes les situations des investisseurs. Comme nous l'avons vu dans notre analyse, il est très difficile d'isoler l'impact de chaque type de décision en raison de l'interdépendance qui existe entre elles. Par exemple, nous avons constaté que plus un investisseur a la possibilité de dévier de son portefeuille

de référence en utilisant un ensemble d'opportunité vaste et complexe, plus les décisions liées à la répartition d'actifs peuvent avoir un impact. Cependant, dans le même scénario, il y aura probablement une augmentation de l'alpha et de l'erreur de calquage associés à un ensemble d'opportunités plus large, ce qui augmentera l'impact potentiel des décisions liées à la mise en œuvre des fonds, surtout si le rendement ajusté au risque est particulièrement bon (premier quartile) ou particulièrement faible (quatrième quartile).

Par conséquent, notre analyse montre que les deux types de décisions devraient être considérés comme ayant une **importance égale** et faire l'objet d'une attention et d'une surveillance similaires. Au lieu de tenter de classer les types de décisions de placement selon leur importance,

les investisseurs institutionnels seraient mieux servis en comprenant les facteurs susceptibles d'influencer leur impact individuel et de les évaluer dans le cadre d'un système formel de suivi et de révision. Des ajustements peuvent ainsi être apportés aux décisions liées à la répartition d'actifs ou à la mise en œuvre des fonds, selon les besoins, afin de produire continuellement des résultats d'investissement positifs. Le cadre à trois niveaux qui sous-tend notre analyse peut être utilisé à cette fin, d'autant plus qu'il permet probablement de renforcer la gouvernance et la responsabilité en ce qui a trait à la prise de décision – ce qui était sans doute la motivation de la publication initiale de BHB.

Références (par date de publication)

- Walter R. Good, 1984. « Accountability for Pension Fund Performance ». *Financial Analysts Journal*, vol. 40, No. 1 (janvier/février) : 39-42.
- Gary P. Brinson, Randolph L. Hood et Gilbert L. Beebower, 1986. « Determinants of Portfolio Performance ». *Financial Analysts Journal*, vol. 42, No. 4 (juillet/août) : 39-44.
- Gary P. Brinson, Brian D. Singer et Gilbert L. Beebower, 1991. « Determinants of Portfolio Performance II: An Update ». *Financial Analysts Journal*, vol. 47, No. 3 (mai/juin) : 40-48.
- Chris R. Hensel, D. Don Ezra et John H. Ilkiw, 1991. « The Importance of the Asset Allocation Decision ». *Financial Analysts Journal*, vol. 47, No. 4 (juillet/août) : 65-72.
- William W. Jahnke, 1997. « The Asset Allocation Hoax ». *Journal of Financial Planning*, vol. 10, No. 1 (février) : 109-113.
- Roger G. Ibbotson et Paul D. Kaplan, 2000. « Does Asset Allocation Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? » *Financial Analysts Journal*, vol. 56, No. 1 (janvier/février) : 26-33.
- Randolph L. Hood, 2005. « Determinants of Portfolio Performance – 20 Years Later », *Financial Analysts Journal*, vol. 61, No. 5 (septembre/octobre) : 6-8.
- Roger G. Ibbotson, 2010. « The Importance of Asset Allocation », *Financial Analysts Journal*, vol. 66, No. 2 (mars/avril) : 18-20.
- James X. Xiong, Roger G. Ibbotson, Thomas M. Idzorek et Peng Chen, 2010. « The Equal Importance of Asset Allocation and Active Management ». *Financial Analysts Journal*, vol. 66, No. 2 (mars/avril) : 22-30.
- John Nuttall, 2010. « The Importance of Asset Allocation ». <https://publish.uwo.ca/~jnutall/asset.pdf>

Annexe

Contribution marginale au risque (CMR)

La formule de décision de placement est définie comme suit :
 $(PT-PR)=(PS-PR)+(PT-PS)$

Par souci de simplicité, nous avons défini :

$$A=PT-PR$$

$$B=PS-PR$$

$$C=PT-PS$$

Cela nous permet de réécrire la formule comme suit :

$$A=B+C$$

La contribution marginale de B et de C à la volatilité de A peut s'exprimer ainsi :

$$CMR_B = \frac{(\sigma_B^2 + \rho_{BC} \sigma_B \sigma_C)}{\sigma_A}$$

$$CMR_C = \frac{(\sigma_C^2 + \rho_{BC} \sigma_B \sigma_C)}{\sigma_A}$$

Contraintes de répartition d'actifs du portefeuille

	Maximum
Titres à revenu fixe spécialisés	40 % du total des titres à revenu fixe
Actions spécialisées	50 % du total des actions
Actions à petite capitalisation	25 % des actions spécialisées
Actions de marchés émergents	25 % des actions spécialisées
Placements alternatifs	20 % du total du portefeuille

Le présent document a été fourni par PH&N Institutionnel à titre informatif seulement et ne doit pas être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de PH&N Institutionnel. Il n'a pas pour but d'offrir des conseils professionnels et ne doit pas être utilisé à cette fin.

RBC GMA prend des mesures raisonnables pour fournir de l'information à jour, exacte et fiable, et croit qu'elle l'est lorsqu'elle est communiquée. Les points de vue et opinions qui y sont exprimés sont ceux de PH&N Institutionnel à la date de publication et peuvent changer sans préavis. Cette information ne constitue pas une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres, ou de participation ou d'adhésion à un service.

Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni PH&N Institutionnel, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantissent explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. Nous n'assumons aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions relatives à ces renseignements.

eVestment Alliance et ses entités affiliées (collectivement, « eA ») recueillent des renseignements directement auprès de sociétés de gestion de placements et d'autres sources jugées fiables. Toutefois, eA ne garantit ni l'exactitude, ni la ponctualité ni l'exhaustivité des renseignements et n'est pas responsable de toute erreur ou omission. Des renseignements sur les rendements dans les systèmes de eA peuvent faire l'objet de divulgations supplémentaires, et d'autres éléments importants à prendre en compte, comme des frais, peuvent s'appliquer. Le document ne peut être distribué que conformément aux conditions de la convention du client. Toutes les catégories ne sont pas nécessairement incluses. Copyright 2011-2025 eVestment Alliance, LLC. Tous droits réservés.

PH&N Institutionnel est une division opérationnelle de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. Phillips, Hager & North gestion de placements est une division de RBC GMA Inc.

RBC Gestion mondiale d'actifs est la division de gestion d'actifs de Banque Royale du Canada (RBC). Elle regroupe RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited et RBC Global Asset Management (Asia) Limited, qui sont des filiales distinctes, mais affiliées de RBC.