

Comprendre la part active

Information sur les placements

La part active sert à mesurer la différence entre les titres détenus dans un portefeuille et ceux de son indice de référence. Le secteur l'utilise de plus en plus pour indiquer le degré d'« activité » d'un gestionnaire de placements actif dans le cadre de la gestion d'un portefeuille. Une étude réalisée en 2009 sur la part active a suscité énormément d'attention de la part des investisseurs, des gestionnaires de placements, des conseillers et même des organismes de réglementation, mais nous considérons que ce degré d'attention est quelque peu inapproprié. Nous croyons que bien que la part active soit une mesure utile dans certains cas, elle peut mener à des conclusions erronées.

Dans ce court article, nous décrivons brièvement la part active et son bien-fondé, puis examinons trois problèmes dont les investisseurs devraient être conscients quant à son interprétation. Plus précisément, à elle seule, la part active ne permet pas d'obtenir une vue d'ensemble du risque actif d'un portefeuille ; les parts actives ne sont pas comparables d'une région et d'un segment de marché à l'autre ; et la part active peut mesurer la taille des positions relatives d'un gestionnaire de placements, mais pas ses compétences ni son efficacité (ou le rendement obtenu pour le risque pris).

L'objectif du présent article est donc de fournir un aperçu équilibré des avantages et des lacunes de la part active en tant que mesure de la gestion active.

Qu'est-ce que la part active ?

La part active mesure la différence entre les titres détenus dans un portefeuille et ceux de son indice de référence. Pour la calculer, on additionne les différences entre les pondérations des actions contenues dans le portefeuille et leurs pondérations dans l'indice de référence, et on divise la somme par deux. Un portefeuille qui reproduit l'indice a une part active de zéro, alors qu'un portefeuille qui ne détient que des titres qui ne sont pas compris dans l'indice de référence a une part active de 100. Bien qu'il soit possible de calculer la part active d'un portefeuille de placements à revenu fixe, cette mesure est essentiellement utilisée pour les actions.

L'avantage de la part active, c'est sa simplicité. Elle se calcule facilement et n'exige pas de modèle spécial ou d'hypothèse. Nous utilisons la part active, et d'autres mesures, depuis de nombreuses années pour surveiller les mandats de placement de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

La mesure a d'abord été présentée dans un rapport de recherche à grand tirage publié en 2009¹ qui laissait entendre que la part active était un indicateur de rendement futur et affirmait que les gestionnaires dont la part active était plus élevée offraient un meilleur rendement à long terme que ceux dont la part active était plus faible. Bien qu'une recherche ultérieure² utilisant les mêmes données ait soulevé un doute sérieux quant à cette conclusion, les investisseurs, les experts-conseils et même les organismes de réglementation continuent d'accorder une grande attention à cette seule mesure. Les gestionnaires de placements dont l'approche entraîne une part active élevée par rapport à leur indice de référence continuent de souligner ce point dans leurs documents de marketing, ce qui n'a rien de surprenant.

Dans les trois sections ci-après, nous expliquons en détail pourquoi une grande partie de cette attention nous semble injustifiée.

1. Une mesure utile parmi tant d'autres

Quelle mesure définit à elle seule la réussite d'un joueur de hockey ? Le nombre de buts marqués, de points gagnés, de parties remportées au cours d'une saison, des séries éliminatoires ou d'une carrière, ou encore le nombre de Coupes Stanley gagnées ?

Dans le même ordre d'idées, quelle mesure statistique décrit le mieux un ensemble de données ? La moyenne, la médiane, l'écart type ou l'asymétrie ? Bien entendu, la réponse dépend de ce que vous souhaitez savoir exactement au sujet de l'ensemble de données et jusqu'à quel point vous voulez le décrire.

La part active représente la différence entre les titres d'un portefeuille et ceux de son indice de référence, toutefois :

- elle n'est aussi qu'un instantané. Un gestionnaire peut raisonnablement vouloir prendre plus de risques lorsqu'il

¹ Cremers et Petajisto, How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance (31 mars 2009).

² Frazzini, Friedman et Pomorski, Deactivating Active Share (22 avril 2015).

entrevoit de nombreuses occasions, mais moins lorsque ce n'est pas le cas. La part active d'un portefeuille peut donc être très différente selon les moments ;

- les différences entre les titres en portefeuille et l'indice n'ont pas toutes la même incidence sur le rendement relatif. Une surpondération de 2 % des actions à grande capitalisation affichant un bêta semblable à celui du marché n'aura pas du tout la même incidence sur le rendement relatif qu'une surpondération de 2 % des actions de secteurs volatils, comme ceux des ressources naturelles ou de la technologie ;
- deux portefeuilles ayant des parts actives identiques, mais différentes activités de négociation peuvent se comporter tout à fait différemment. Un gestionnaire peut fort bien obtenir un rendement élevé grâce à des opérations opportunistes, mais la part active ne rend pas compte de ce fait.

À notre avis, les investisseurs doivent d'abord comprendre la démarche du gestionnaire, puis surveiller les mesures statistiques qui sont les plus pertinentes pour la stratégie suivie. La liste peut inclure la part active, ainsi que l'indice de déviation, la rotation des titres, le ratio d'encaissement des baisses et des hausses et, bien sûr, l'importance et la constance du rendement relatif.

2. Les parts actives ne sont pas comparables d'une région et d'un segment de marché à l'autre

La part active d'un portefeuille dépend en grande partie du marché dans lequel le portefeuille investit. Les portefeuilles gérés activement sur des marchés concentrés comme ceux du Canada présentent habituellement des parts actives beaucoup plus faibles que celles observées sur des marchés plus diversifiés, étant donné que la plupart des titres admissibles au placement sont fortement pondérés dans l'indice. À l'inverse, les portefeuilles comparés à des indices qui comportent un grand nombre de petits constituants ont des parts actives plus élevées.

Consultez la figure 1 ci-dessous pour voir un exemple. Le gestionnaire d'un portefeuille mondial dont l'indice de référence est l'indice MSCI Monde peut choisir parmi 93 actions de banques³, ayant une pondération moyenne de 0,1 %. Pour établir une surpondération de 2 % des titres de Barclays, dont la pondération actuelle dans l'indice est de 0,1 %, il doit affecter seulement 2,1 % de son portefeuille à la position. De son côté, le gestionnaire d'un portefeuille canadien dont l'indice de référence est l'indice composé plafonné S&P/TSX peut choisir parmi huit actions de banques, ayant une pondération moyenne de 3 %. S'il souhaite surpondérer la Banque de Montréal de 2 % et que le titre représente 3,1 % de l'indice, il devra investir 5,1 % du portefeuille dans ce titre.

Le gestionnaire du portefeuille mondial et le gestionnaire du portefeuille canadien ont ajouté la même part active de 2 % à leur portefeuille au moyen d'une surpondération de 2 %, mais le gestionnaire du portefeuille canadien a dû investir 5,1 % de son portefeuille pour le faire, alors que le gestionnaire du portefeuille mondial n'a investi que 2,1 % du sien. À moins que le gestionnaire du portefeuille canadien n'investisse presque entièrement dans des actions de sociétés à petite capitalisation ou qui ne sont pas comprises dans l'indice de référence, il est très difficile, et probablement peu souhaitable, de composer un portefeuille canadien avec la même part active qu'un portefeuille mondial, parce que les actions dans lesquelles il peut investir sont si fortement pondérées dans l'indice que le fonds doit utiliser une part importante de son capital dans le seul but d'atteindre cette pondération.

Par conséquent, un fonds d'actions américaines dont l'indice de référence est l'indice S&P 500 (505 constituants, pondération la plus élevée de 3,2 %) aura selon toute vraisemblance une part active supérieure à celle d'un fonds d'actions canadiennes dont l'indice de référence est l'indice composé plafonné S&P/TSX (250 constituants, pondération

Figure 1 : Comparaison de la part active selon les indices de référence

	Fonds d'actions mondiales (indice MSCI Monde)	Fonds d'actions canadiennes (indice composé plafonné S&P/TSX)
Choix de titres bancaires	93	8
Pondération moyenne	0,1 %	3,0 %
Banque représentative (pondération dans l'indice)	Barclays (0,1 %)	Banque de Montréal (3,1 %)
Surpondération	2,0 %	2,0 %
Part active résultante	1,0 %	1,0 %
Importance de la position	2,1 %	5,1 %

Sources : MSCI et S&P. Pondérations dans l'indice et nombre de constituants en date du 31 décembre 2016

³ Le gestionnaire du portefeuille mondial a aussi accès à un grand nombre de banques offrant des capitalisations boursières de plusieurs milliards de dollars et des actions liquides qui ne font pas partie de l'indice, alors que ce n'est pas le cas pour le gestionnaire d'un portefeuille canadien.

la plus élevée de 6,7 %), et ce, même si le gestionnaire du portefeuille canadien suit une approche aussi active que le gestionnaire du portefeuille américain. Des fonds d'actions mondiales dont l'indice de référence est l'indice MSCI Monde (1654 constituants, pondération la plus élevée de 1,9 %) ou des fonds d'actions de sociétés à petite capitalisation dont l'indice de référence est l'indice Russell 2000 (1978 composants, pondération la plus élevée de 0,45 %) auront des parts actives encore plus élevées. Par conséquent, comparer la part active de fonds investissant dans des régions ou des segments du marché différents (petite capitalisation par rapport à grande capitalisation) n'est pas pertinent.

3. La part active est un indicateur du risque que prend un gestionnaire par rapport à l'indice de référence, mais pas de ses compétences

Comme nous l'avons démontré à la section précédente, un fonds d'actions américaines dont l'indice de référence est l'indice S&P 500 aura habituellement une part active beaucoup plus élevée qu'un fonds d'actions canadiennes dont l'indice de référence est l'indice composé plafonné S&P/TSX. Doit-on conclure pour autant que les gestionnaires d'actions américaines, plus actifs, réussissent mieux à dépasser l'indice de référence ? En fait, c'est le contraire. En moyenne, les gestionnaires actifs ajoutent beaucoup plus de valeur par rapport à l'indice composé plafonné S&P/TSX que par rapport à l'indice S&P 500⁴.

Pour produire un rendement supérieur à celui de l'indice de référence, le fonds doit prendre des positions différentes de l'indice de référence et ces positions doivent s'avérer rentables la plupart du temps. La part active mesure le premier point, mais pas le second.

Certaines stratégies de placement consistent à prendre des positions importantes dans un nombre réduit de titres auxquels croit un gestionnaire. Cette démarche de sélection de titres engendre naturellement une part active élevée dans le portefeuille. Pour de telles stratégies, la part active permet aux investisseurs de vérifier que le gestionnaire compose le

portefeuille comme prévu. De toute évidence, ces stratégies seront couronnées de succès si le gestionnaire a effectué une bonne sélection des titres, mais elles afficheront un rendement inférieur, parfois de manière significative, si ce n'est pas le cas. La part active élevée ne garantit pas le rendement. Elle amplifie simplement les résultats de la sélection de titres du gestionnaire.

En revanche, des stratégies de placement, comme les stratégies quantitatives, les portefeuilles au « bêta intelligent », les stratégies indicelles améliorées ou même les portefeuilles de base traditionnels, consistent à prendre un grand nombre de positions de petite taille. Ces stratégies « élargies » auront naturellement des parts actives plus faibles, mais de nombreux gestionnaires de placements ont connu un certain succès en les utilisant à long terme, particulièrement lorsqu'on tient également compte de la volatilité et de l'éventail des résultats au fil du temps.

Un effet non souhaité possible d'une part active élevée est le haut niveau de « risques imprévus » par rapport à l'indice de référence. Lorsqu'un investisseur investit dans un petit nombre de positions importantes, son rendement dépend de la performance des titres qu'il détient, mais il est aussi exposé d'une façon très différente de l'indice à des facteurs qu'il ne maîtrise pas forcément, comme les devises, les régions, les secteurs, le bêta ou le momentum. Les rendements attribuables à ces facteurs peuvent très bien éclipser les rendements générés par la sélection des titres effectuée par le gestionnaire au cours d'une période donnée.

Il est possible de réduire les risques imprévus, grâce à la composition du portefeuille, afin que son rendement dépende davantage des connaissances du gestionnaire et moins d'une exposition au risque non intentionnelle, mais de façon générale (quoique pas toujours), cela donne lieu à une part active plus faible. Toutefois, dans la mesure où un investisseur apprécie ce contrôle des risques, il peut être disposé à accepter une part active plus faible.

Conclusion

Les investisseurs doivent comprendre le processus de placement de leur gestionnaire de placements et le surveiller au fil du temps. Bien que la part active puisse jouer un rôle dans la sélection et la surveillance d'un gestionnaire, les stratégies de placement doivent être évaluées et surveillées à l'aide de nombreuses mesures choisies pour leur pertinence. De plus, nous sommes d'avis qu'il n'existe pas de part active « adéquate » pour un portefeuille. La part active dépend du marché dans lequel le portefeuille investit et de l'indice de référence auquel il est comparé, de la démarche de placement ainsi que de l'importance et des types de risques pris dans le portefeuille.

⁴ Le bulletin trimestriel que publie Mercer, Investment Performance Survey of Canadian Institutional Pooled Funds, indique que pour la période de dix ans ayant pris fin le 31 décembre 2016, le fonds d'actions canadiennes médian a connu un rendement annualisé supérieur de 1,0 % à celui de l'indice composé plafonné S&P/TSX, alors que le fonds d'actions américaines médian a connu un rendement annualisé inférieur de 0,3 % à celui à l'indice S&P 500 ; rendements établis avant déductions des frais.

Ce document a été fourni par PH&N Institutionnel à titre indicatif seulement et ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de PH&N Institutionnel. Le document n'a pas pour but d'offrir des conseils professionnels et ne devrait pas être considéré comme tel.

PH&N Institutionnel prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements à jour, exacts et fiables, et croit qu'ils le sont au moment de leur impression. Les opinions exprimées dans les présentes sont celles de PH&N Institutionnel en date de la 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 dans ces renseignements.

Ces documents contiennent des énoncés qui ne sont pas strictement des énoncés de faits passés, mais plutôt des « énoncés prospectifs ». Ces énoncés comprennent entre autres des prévisions, des analyses de rendement hypothétique, des analyses hypothétiques de revenu, de rendement en revenu ou de rendement global, des cibles de rendement futur, des structures ou compositions de portefeuille modèles ou pro forma, des analyses de scénario, des stratégies de placement précises et des niveaux proposés ou pro forma de diversification ou de placement dans un secteur donné. Ces énoncés prospectifs sont fondés sur certaines hypothèses et reposent en bonne partie sur une analyse et un jugement subjectifs. Aucune déclaration n'est faite quant à l'atteinte des rendements indiqués ni au fait que toutes les hypothèses ont été envisagées ou énoncées. Il est difficile de prédire les événements réels, qui sont indépendants de notre volonté. Les événements réels pourraient donc être considérablement différents de ceux présentés dans les hypothèses. Tous les énoncés prospectifs aux présentes sont fondés sur l'information disponible à la date des présentes, et nous ne sommes pas tenus de mettre à jour les énoncés prospectifs. Les facteurs importants pouvant faire en sorte que les résultats réels diffèrent considérablement de ceux mentionnés dans les énoncés prospectifs comprennent l'évolution de la conjoncture économique, des conditions du marché, du droit et du domaine financier en général. Par conséquent, rien ne garantit que les rendements hypothétiques ou les prévisions peuvent se réaliser, que les énoncés prospectifs deviendront réalité ou que les rendements ou résultats réels ne seront pas considérablement différents de la situation présentée.

PH&N Institutionnel est la division des affaires institutionnelles de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA 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) qui regroupe RBC GMA Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited, RBC Global Asset Management (Asia) Limited, et BlueBay Asset Management LLP, qui sont des filiales distinctes, mais affiliées de RBC.

® / ^{MC} Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.

© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2022