CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

CE QUI COMPTE VRAIMENT

INTRODUCTION

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

INTRODUCTION

CE QUI COMPTE VRAIMENT

Un plan de retraite bien conçu a une incidence majeure à long terme sur le niveau de vie des retraités. Il permet d'accroître le revenu de retraite auquel ces derniers peuvent s'attendent de leurs économies accumulées du tiers et même davantage. Par ailleurs, le processus de planification de la retraite comporte des incertitudes et des difficultés. Par exemple, même si l'on fixe des objectifs précis en vue de la retraite, il est difficile de prédire l'évolution de la capacité d'épargne et les rendements des marchés financiers. De plus, il faut notamment incorporer plusieurs considérations au sein du processus de planification financière telles l'incidence à long terme de l'imposition du revenu de placement, les frais de placement, la répartition d'actifs et le risque, l'inflation et les responsabilités familiales.

L'objectif de cette série de documents consiste à démystifier la plupart des aspects importants de la planification de la retraite. Même si les principes que nous aborderons constituaient des connaissances acquises, la mise en oeuvre des apprentissages et leur intégration dans un contexte particulier (chaque personne étant unique) représente un défi considérable, même pour les spécialistes. Pour cette raison, des outils (logiciels) adaptés sont habituellement requis pour aider les conseillers et les investisseurs.

La présente série est divisée en dix-sept documents. Dans ces documents, nous y expliquons dix principes d'investissement que les investisseurs doivent respecter :

1. Commencer à épargner tôt et comprendre la force de la composition des rendements. Plus on attend avant d'épargner, plus c'est coûteux.

2. Comprendre la mécanique des rendements des actifs. De faibles rendements courants sur les titres obligataires sont indicateurs de faibles rendements futurs. Il faut se méfier des rendements historiques.

3. Élaborer un portefeuille diversifié en termes de catégories d'actifs (et de facteurs de risque), de diversification géographique et de styles de gestion. Comprendre l'incidence de la devise canadienne sur les avantages de la diversification et sur la répartition du portefeuille.

4. Mettre en place une stratégie de rééquilibrage et demeurer cohérent et discipliné. Envisager une stratégie de rééquilibrage plus efficiente une fois que vous avez acquis de l'expérience.

INTRODUCTION

5 Profiter des régimes d'épargne incitatifs permettant de retarder ou d'exempter l'imposition des revenus de placements ainsi que des programmes employeurs visant à contribuer à votre plan d'épargne. Il n'y a rien de mieux que l'argent gratuit et des rendements non imposés.

6 Apprennez à vous connaître afin d'éviter de prendre plus de risque que vous êtes capable de supporter financièrement et émotionellement. Si vous êtes un investisseur très conservateur, faites affaire avec un conseiller pour tenter de surmonter certaines de vos craintes. Trop de conservatisme pendant cinquante ans peut vous pénaliser. Un investisseur qui est très conservateur et qui prend peu de risques à court terme augmente considérablement le risque de ne pas atteindre un objectif de revenu raisonnable à la retraite.

7 Avoir une idée générale de l'effort d'épargne (en dollars) nécesssaire à la réalisation de vos objectifs de retraite. L'estimation n'aura pas la précision que vous souhaiteriez, particulièrement si vous avez quelques décennies devant vous avant de prendre votre retraite (il y a de nombreux impondérables), mais cette estimation vous fournira une base et elle se précisera davantage avec le temps.

8 À moins que vous ne soyez en mesure de vivre adéquatement avec 75 % du revenu anticipé de votre portefeuille de placements, il pourrait être nécessaire de recourir à d'autres sources de revenus. Par exemple, étant donné l'incertiture inhérante aux marchés financiers, le recours partiel à une rente immédiate à prime unique pourrait être envisagé.

9 Même si votre stratégie a été bien élaborée dès le début, il est probable que vous devrez faire des ajustements en fonction des changements de votre mode de vie. Toutefois, il faut résister à la tentation d'adopter de nouveaux produits financiers sur la base de bons rendements récents. Mieux vaut planifier que réagir. Comme vous l'apprendrez, les rendements passés ne sont pas garants des rendements de l'avenir. De bons rendements à court terme s'expliquent parfois par un coup de chance.

10 Faire affaire avec un conseiller compétent et en qui vous avez confiance vous sera bénéfique et vous évitera possiblement des décisions malheureuses. Éviter cependant de payer trop cher pour des produits d'investissement et des services-conseils en la matière. Il est théoriquement préférable de payer 0,25 % plutôt que 2,00 % en frais totaux, mais entre 0,25 % et 2,00 % vous trouverez une option qui vous permettra de vous rapprocher de vos objectifs d'une retraite confortable et bien guidée. Comprendre également que le rôle du conseiller consiste à aider les investisseurs à planifier leur retraite et à demeurer sur la bonne voie, et non à faire des prévisions.

Il est également nécessaire de prendre en considération un autre point qui revêt une importance capitale. Des études démontrent que nous commençons à perdre nos aptitudes acquises et notre bagage de connaissances vers l'âge de 60 ans alors que notre capacité à résoudre de nouveaux problèmes décline même plus tôt, à partir de la vingtaine. À la question « Si cinq personnes ont tous obtenu les numéros de loterie gagnants et que le prix est de deux millions de dollars, quel montant recevra chacune d'elles ? », un peu plus de 50 % des répondants quinquagénaires et moins de 10 % des répondants nonagénaires ont obtenu la bonne réponse[1]. La déficience cognitive, à l'exclusion de la démence, touche près de 30 % des répondants octogénaires et 40 % des répondants nonagénaires. Les changements cognitifs expliquent pourquoi nous commençons en moyenne à perdre nos connaissances financières vers l'âge de 60 ans, et c'est de pis en pis au fur et à mesure que nous atteignons l'âge de 70 ans, de 80 ans et de 90 ans. Avec l'âge, il est de plus en plus difficile de prendre des décisions rationnelles et éclairées et, malheureusement, c'est de plus en plus facile de se faire manger la laine sur le dos.

Le rôle d'un conseiller **de confiance** et le besoin d'une bonne planification prennent ainsi toute leur importance, surtout en vieillissant.

L'avenir de la finance commence par une bonne éducation et un ensemble de connaissances financières pertinentes. Voilà l'objectif des 17 documents.

Jacques Lussier, CFA

[1] Agarwal, Sumit, Driscoll, John C., Gabaix, Xavier et Laibson, David. « The Age of Reason: Financial Decisions over the Life Cycle and Implications for Regulations », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2009.

TABLE DES MATIÈRES DES 17 DOCUMENTS

PARTIE 1 - POURQUOI EST-IL IMPORTANT D'ÉPARGNER

PARTIE 2 - LA FORCE DES RENDEMENTS COMPOSÉS

2A - L'INCIDENCE DU TEMPS ET DU RENDEMENT

2B - L'INCIDENCE DE LA VOLATILITÉ

PARTIE 3 - LES AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION

3A - COMMENT LA DIVERSIFICATION ATTÉNUE LE RISQUE ET ACCROÎT LES RENDEMENTS COMPOSÉS

3B - LES FACTEURS QUI DÉTERMINENT LES RENDEMENTS SUR LES ACTIFS ET L'EFFICACITÉ DE LA DIVERSIFICATION

3C - LES DIFFÉRENTES MANIÈRES DE DIVERSIFIER UN PORTEFEUILLE

3D - L'INCIDENCE DES DEVISES ET DU PAYS D'ORIGINE SUR LA STRATÉGIE DE DIVERSIFICATION À L'ÉCHELLE MONDIALE

3E - FAUT-IL PRIVILÉGIER LA GESTION ACTIVE OU LA GESTION PASSIVE?

3F - LES MANIÈRES DE RÉÉQUILIBRER UN PORTEFEUILLE

PARTIE 4 - QUESTIONS TOUCHANT L'ACCUMULATION DE LA RICHESSE

4A - L'INCIDENCE DES FRAIS

4B - L'INCIDENCE DES IMPÔTS

4C - L'INCIDENCE DE L'INFLATION

PARTIE 5 - ÉVALUATION DE VOS BESOINS FINANCIERS

5A - LE RÔLE DES CONSEILLERS

5B - COMPRENDRE MON PROFIL DE RISQUE

5C - L'ÉLABORATION DE PORTEFEUILLES

5D - COMBIEN FAUT-IL ÉPARGNER POUR PASSER UNE BELLE RETRAITE?

5E - LES RISQUES FINANCIERS, L'ATTÉNUATION DES RISQUES ET LE BON SENS

CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

POURQUOI EST-IL IMPORTANT D'ÉPARGNER

1

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

POURQUOI EST-IL IMPORTANT D'ÉPARGNER

Épargner, c'est important pour deux raisons. D'abord, parce que la vie est remplie d'imprévus. Les statistiques le démontrent : 80 % des adultes feront face, à un moment ou à un autre de leur vie, au chômage ou à la quasi-pauvreté. Un fonds d'urgence peut être déterminant et faciliter une transition lorsque vient le temps de traverser une période difficile. Ensuite, parce que l'épargne a aussi son importance dans plusieurs autres circonstances qui requièrent une planification. À titre d'exemple, la planification est primordiale pour la réalisation d'objectifs de vie importants, comme la constitution de réserves pour l'éducation supérieure des enfants ou la préparation d'une retraite confortable. Pour être en mesure de financer des besoins futurs, il importe avant tout de bien gérer la consommation courante. C'est tout un défi dans un contexte social qui encourage la dépense de chaque dollar gagné et, par le fait même, un niveau d'endettement excessif. Épargner est plus difficile que consommer. Mais, comme pour toute bonne habitude, le plus difficile est de faire le premier pas.

ÉPARGNER POUR PARER À DES ÉVÉNEMENTS IMPRÉVUS

Personne ne souhaite se retrouver sans emploi, être aux prises avec un problème de santé ou faire face à des dépenses imprévues, comme celles destinées à aider un membre de la famille dans le besoin. Bien qu'il existe des filets de sécurité sociale conçus pour pallier ces éventualités, notamment l'assurance emploi, ces sources de revenu s'avèrent souvent insuffisantes et elles ne sont pas nécessairement accessibles au moment voulu. Il est recommandé d'éviter d'emprunter de l'argent pour couvrir les frais de subsistance. Pour faire face aux événements inattendus et malheureux de la vie, il est préférable de disposer d'un coussin financier suffisant pour une période minimale de trois à six mois.

ÉPARGNER POUR RÉALISER DES OBJECTIFS DE VIE IMPORTANTS

L'épargne sert non seulement à parer aux imprévus, elle sert aussi à plusieurs autres fins, dont la réalisation d'objectifs de vie en vue de s'offrir, ou d'offrir à des êtres chers, une meilleure qualité de vie. La planification en vue de ces autres besoins financiers est beaucoup plus complexe que celle d'un fonds d'urgence, car il faut prévoir un portefeuille fondé sur un horizon à long terme (une période qui s'échelonne sur plusieurs années, voire sur plusieurs décennies). L'épargne est notamment utile pour payer la mise de fonds d'une maison, l'éducation supérieure des enfants ou financer une retraite confortable. C'est l'épargne-retraite qui nécessite la planification la plus rigoureuse, pour les raisons suivantes :

- L'objectif de la retraite est habituellement celui dont la réalisation requiert le plus de capitaux;
- Cet objectif, qui est souvent le plus lointain, peut nécessiter une planification sur près de trente-cinq ans et, une fois atteinte, la retraite elle-même requerra une planification appropriée pour une période qui peut s'échelonner sur plus de vingt à trente ans;
- Le rendement du capital investi au cours de toute cette durée demeure très incertain. Les épargnants du début des années 1980 ont bénéficié d'un contexte financier favorable pendant près de deux décennies, tandis que les nouveaux épargnants des années 2000 ont fait face à une conjoncture plus difficile;
- L'espérance de vie constitue une incertitude. La planification de la retraite doit donc tenir compte de la possibilité de dépassement de la durée de vie moyenne. Il importe aussi de se rappeler que le niveau des besoins financiers dépend grandement de l'état de santé, qui d'ailleurs est presque impossible à prédire;
- Les autres objectifs de vie intermédiaires, comme la constitution de réserves pour l'éducation supérieure, entrent en concurrence pour chaque dollar d'épargne.

Puisque la retraite est un objectif qui requiert un grand investissement, la constitution d'un portefeuille de placements plus risqué que celui qui serait approprié pour d'autres objectifs à court terme s'avère nécessaire. Sinon, il faudra investir un montant nettement plus substantiel pour atteindre l'objectif d'une retraite confortable. Si un investisseur peut supporter l'anxiété liée à des pertes à court ou à moyen terme, un portefeuille plus risqué est malgré tout financièrement tolérable en raison d'un horizon de planification qui s'échelonne sur plusieurs décennies, en particulier si des stratégies d'atténuation des risques y sont intégrées. Sans aucun doute, une planification financière bien gérée augmente considérablement les chances de réaliser les objectifs fixés et contribue à calmer les inquiétudes.

L'épargne est utile notamment parce qu'il est impossible de prévoir l'avenir avec certitude. De plus, accumuler une épargne suffisante requiert de la discipline. Pour y parvenir, il faut tout d'abord bien comprendre l'importance de la planification des besoins financiers futurs et les conséquences d'une absence de planification. L'épargne a beau être importante, il n'en demeure pas moins que la grande majorité des gens sont mal outillés pour aborder les questions financières. Pour plusieurs, la retraite semble si lointaine qu'ils ne s'en préoccupent pas assez. Il s'agit là d'une erreur monumentale. Les documents qui suivent visent donc à démystifier les enjeux liés à l'épargne et à l'investissement pour la retraite ainsi que les manières de mieux s'y prendre tout en évitant les erreurs courantes.

CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

LA FORCE DES RENDEMENTS COMPOSÉS

L'INCIDENCE DU TEMPS ET DU RENDEMENT

2A

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

L'INCIDENCE DU TEMPS ET DU RENDEMENT

Qui dit épargne et placements, dit constitution d'un patrimoine en vue d'atteindre un niveau de vie suffisant à la retraite. Cette accumulation de capital dépend de nombreux facteurs, dont la discipline (épargner continuellement), le temps (épargner sur combien de temps) et le rendement des placements (déterminer le rendement périodique moyen). Einstein a qualifié, avec raison, le concept des rendements composés comme « la plus puissante force dans l'univers ». Non seulement le patrimoine s'accroît avec le temps et grâce à l'amélioration des rendements, mais le rythme de sa croissance va en s'accélérant.

Un exemple simple

Un montant initial de 1 000 $ est investi sur quatre ans à un taux de rendement annuel de 3 % ou de 6 %. Pour le moment, il importe peu de s'interroger sur la provenance du rendement (c'est-à-dire si le rendement provient des intérêts, des dividendes ou des gains en capital), mais supposons qu'il provient des intérêts aux fins de cet exemple. Le tableau suivant démontre que la valeur du placement s'accroît année après année.

	RENDEMENT ANNUEL DE 3 %		RENDEMENT ANNUEL DE 6 %	
Année	**Capital**	**Intérêts**	**Capital**	**Intérêts**
An 0	1 000 $		1 000 $	
An 1	1 030 $	30 $	1 060 $	60 $
An 2	1 060,90 $	30,90 $	1 123,60 $	63,30 $
An 3	1 092,73 $	31,83 $	1 191,02 $	67,42 $
An 4	1 125,51 $	32,78 $	1 262,48 $	71,46 $

Ce qui fait la force des rendements composés, c'est qu'au fil du temps l'investisseur perçoit à la fois du revenu d'intérêts sur le montant en capital initial investi et du revenu d'intérêts sur tous les intérêts versés et accumulés chaque année. Autrement dit, lorsque le rendement du capital investi correspond à 3 %, le revenu d'intérêts annuel passe de 30 $ la première année à 30,90 $ la deuxième année, puis à 31,83 $ la troisième et à 32,78 $ la quatrième année. Le revenu d'intérêts ne fait pas que progresser avec le temps, il s'accroît à un rythme accéléré. La force des rendements composés est proportionnellement plus importante lorsque le rendement annuel du capital investi est plus élevé, tel 6 %. Un taux de rendement deux fois plus élevé génère plus du double de l'accumulation en capital.

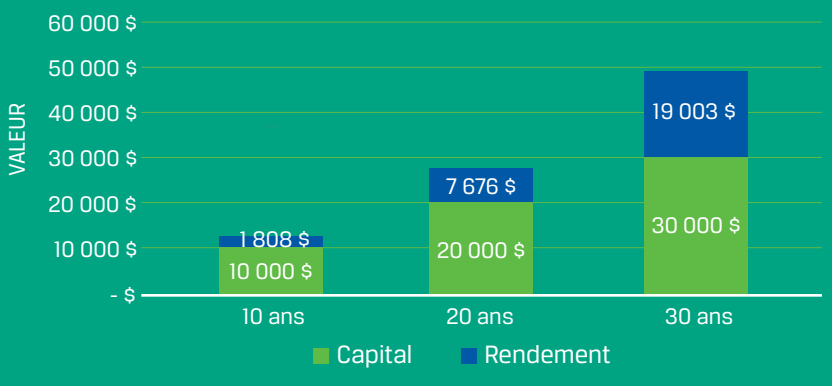
UN EXEMPLE PLUS COMPLEXE

Prenons maintenant l'exemple plus réaliste d'un placement périodique de 1 000 $ investi chaque année (en début d'année) pendant dix ans à un taux de rendement annuel de 3 %. La valeur finale serait alors de 11 808 $, ventilée comme suit :

- un apport en capital de 10 000 $, soit dix contributions de 1 000 $ (84,7 % de la valeur finale);
- un revenu d'intérêts de 1 808 $, soit le revenu d'intérêts accumulé pendant dix ans (15,3 % de la valeur finale).

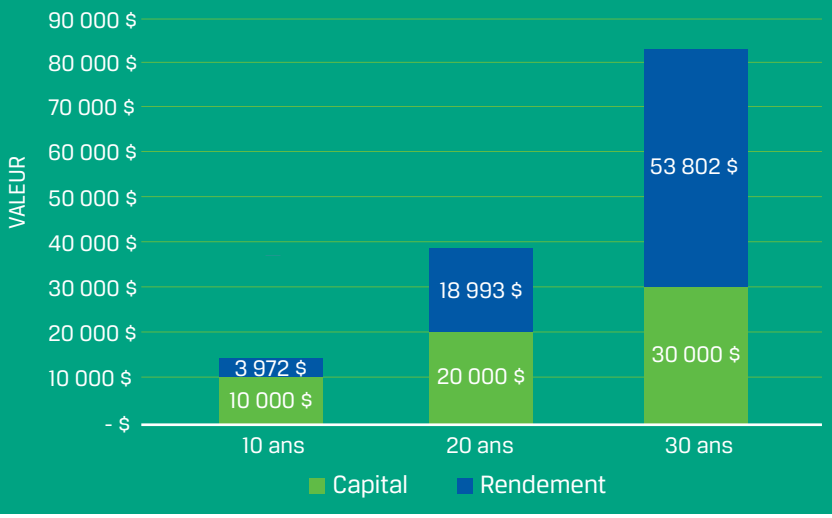
La force des rendements composés sous-entend que la portion de la valeur finale constituée par l'accumulation du revenu de placements augmentera avec des rendements supérieurs. En outre, cette portion augmentera davantage avec le temps. Les deux figures suivantes illustrent l'incidence des rendements composés sur la valeur finale d'un placement périodique de 1 000 $ chaque année sur trois horizons (10, 20 et 30 ans), la première correspond à un rendement de 3 % sur le capital investi et la seconde à un rendement de 6 %.

SOURCES DE LA VALEUR FINALE – RENDEMENT DE 3 %



Le premier graphique à bandes illustre que dans le cas où le rendement annuel du capital investi atteint 3 %, la portion de la valeur finale constituée par l'accumulation du revenu d'intérêts passe de 15.3 % (1 808 $ sur 11 808 $) lorsque l'horizon de placement est de dix ans à 38,8 % (19 003 $ sur 49 003 $) lorsque l'horizon de placement est de trente ans.

SOURCES DE LA VALEUR FINALE – RENDEMENT DE 6 %



Le second graphique à bandes illustre que les rendements composés augmentent avec des rendements supérieurs. Par exemple, lorsque le rendement annuel du capital investi atteint 6 %, la valeur finale constituée par l'accumulation du revenu d'intérêts passe de 28,4 % (3 972 $ sur 13 972 $) lorsque l'horizon de placement est de dix ans à 64,2 % (53 802 $ sur 83 802 $) lorsque l'horizon de placement est de trente ans.

Ces exemples démontrent aussi un autre aspect important. Comme l'illustre la première figure, l'investisseur a une valeur finale de 49 003 $ si le rendement du capital qu'il a investi est de 3 % sur un horizon de placement de trente ans. Toutefois, s'il attend dix ans avant d'investir dans son régime d'épargne (réduisant ainsi son horizon de placement à vingt ans seulement), il lui faudra investir annuellement 1 771 $ (au lieu de 1 000 $) pour atteindre la même valeur finale de 49 003 $, et 2 149 $ si le rendement du capital qu'il a investi est de 6 %.

La règle d'or pour atteindre un meilleur niveau de vie à la retraite est d'épargner tôt et régulièrement. La force des rendements composés s'accroît avec le niveau de rentabilité du capital investi.
Ce principe s'applique quelle que soit la source des rendements : intérêts, dividendes ou gains en capital. Plus l'investisseur attend avant d'épargner, plus il devra y consacrer des efforts. Bien qu'il soit souhaitable d'obtenir un meilleur taux de rentabilité du capital investi, il n'en demeure pas moins que le niveau moyen de rendement qui sera réalisé dépend à la fois des conditions de l'économie et du marché et de la politique de placement de l'investisseur (soit en fonction de la répartition d'actifs de son portefeuille et de l'ajustement de cette répartition au fil du temps).

CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

LA FORCE DES RENDEMENTS COMPOSÉS

L'INCIDENCE DE LA VOLATILITÉ

2B

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

L'INCIDENCE DE LA VOLATILITÉ

L'hypothèse d'un taux de rendement périodique stable, tel de 3 ou 6 % par année, est souvent utilisée pour illustrer la force des rendements composés. En réalité, même si un investisseur obtient un taux de rendement annuel moyen de 3 ou 6 % pendant la durée de son placement, ce rendement risque peu d'être stable. D'autre part, l'incertitude concernant le rendement des placements réduit l'efficacité de la composition des rendements. Une fois cela bien compris, il est ensuite plus facile de saisir les nombreux avantages de la diversification.

LA VOLATILITÉ GRUGE LA VALEUR FINALE

Les investisseurs préfèrent-ils bénéficier d'un taux de rendement de 10 % chaque année pendant deux ans (scénario 1) ou d'un taux de 20 %, suivi de 0 % (scénario 2)? Dans ces deux cas, le *rendement périodique moyen* (rendement arithmétique) est de 10 % ([10 % + 10 %] / 2 = [20 % + 0 %] / 2). Cependant, la valeur à la fin de la deuxième année ne sera pas la même. Elle sera de 1 210 $ dans le scénario 1, soit un rendement cumulatif global de 21 %, et de seulement 1 200 $ dans le scénario 2, soit un rendement cumulatif global de 20 %.

	SCÉNARIO 1		SCÉNARIO 2	
Temps	**Capital**	**Rendement**	**Capital**	**Rendement**
An 0	1 000 $		1 000 $	
An 1	1 100 $	10 %	1 200 $	20 %
An 2	1 210 $	10 %	1 200 $	0 %
Rendement périodique moyen		**10 %**		**10 %**
Rendement cumulatif total		**21 %**		**20 %**
Rendement composé moyen		**10 %**		**9,54 %**

Ainsi, le *rendement périodique moyen* ne permet pas de déterminer la valeur finale, à moins que la variabilité des rendements – généralement appelée la volatilité – soit nulle, comme dans le scénario 1. C'est le *rendement composé moyen* (ou *rendement géométrique*) qui détermine la valeur finale. Le rendement global du scénario 1, par exemple, est de 21 %.

$$(1 + 10\ \%) \times (1 + 10\ \%) - 1 = 21\ \%$$

Dans cet exemple, tant le rendement périodique que le rendement composé s'élèvent à 10 %. Cependant, pour atteindre le rendement cumulatif global de 20 % dans le scénario 2, le rendement composé moyen doit être de 9,54 %.

$$(1 + 9{,}54\ \%) \times (1 + 9{,}54\ \%) - 1 = 20\ \%$$

« La volatilité réduit l'effet de la composition des rendements et limite le potentiel d'accumulation de la valeur finale. » Ce principe général en gestion de portefeuille ne doit pas être négligé.

Rendement composé moyen = rendement périodique moyen – rajustement tenant compte de l'incidence de la volatilité

Plus la volatilité des rendements périodiques est élevée, plus elle gruge le résultat final. De 1990 à 2014, par exemple, le rendement périodique annuel moyen de l'indice boursier de rendement total (dividende et gain en capital) Russell 1000 s'est élevé à 11,50 %, alors que le rendement composé n'a été que de 9,82 %. C'est la volatilité des rendements périodiques du Russell 1000 qui explique cet écart.

Le fait que la volatilité gruge les rendements composés a des incidences importantes sur la gestion de portefeuille. Cela permettra plus tard de mieux comprendre les nombreux avantages de la diversification (pourquoi différentes catégories d'actifs, telles les obligations et les actions, sont souvent combinées en fonction de cibles de pondération fixes, comme la pondération 60 %/40 %), la nécessité de rééquilibrer le portefeuille afin de maintenir une allocation à la cible (pourquoi il est opportun de revenir à la répartition cible de 60 %/40 % en cas d'écarts d'allocation causés par les rendements relatifs des catégories) et les avantages de gérer ou de limiter la volatilité afin d'éviter des scénarios de rendement négatif extrêmes.

CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

LES AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION

COMMENT LA DIVERSIFICATION ATTÉNUE LE RISQUE ET ACCROÎT LES RENDEMENTS COMPOSÉS

3A

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

COMMENT LA DIVERSIFICATION ATTÉNUE LE RISQUE ET ACCROÎT LES RENDEMENTS COMPOSÉS

Les conseillers financiers recommandent à leurs clients de détenir un portefeuille diversifié. Qu'est-ce qui motive cette recommandation et comment la diversification contribue-t-elle à l'amélioration de la performance des portefeuilles, tant en matière de risque que de rendement? La diversification ne vise pas seulement à éviter la concentration des positions, qui peut entraîner des pertes irrémédiables; elle consiste aussi à atteindre le rendement périodique moyen le plus élevé pour un niveau de volatilité donné (ou, inversement, le plus faible niveau de volatilité pour un niveau donné de rendement périodique moyen). La diversification réduit l'effet négatif de la volatilité sur les rendements composés. Cependant, elle ne procure ses avantages en matière de risque et de rendement que si on lui adjoint un processus de rééquilibrage.

LA NOTION DE DIVERSIFICATION

Il est possible d'obtenir une diversification sur de nombreux plans. Les titres, les secteurs, les catégories d'actif, les régions géographiques, les caractéristiques du portefeuille, voire l'exposition à différents facteurs de risque (qui sont abordés dans le document 3c), peuvent être diversifiés. Cependant, l'objectif du présent document n'est pas d'expliquer comment obtenir une diversification efficiente du portefeuille au sein de l'économie réelle (cette question sera abordée dans un autre document), mais plutôt de montrer comment la diversification réduit le risque d'un portefeuille tout en rehaussant le rendement attendu de ce dernier.

Le principe élémentaire de la diversification pourrait s'exprimer ainsi : éviter de mettre tous ses œufs dans un même panier. Au cours des récentes décennies, nous avons assisté à de nombreux échecs spectaculaires d'entreprises qui semblaient bien établies, comme Swissair, WorldCom/MCI, Tyco, Arthur Anderson, Enron et Nortel. Toutefois, la diversification vise bien plus qu'à éviter de graves erreurs de placement. Pour comprendre les avantages de la diversification, il est utile de caractériser les titres et les portefeuilles selon deux variables : le rendement périodique moyen et le risque (défini ici selon l'écart type des

LES AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION

Comment la diversification atténue le risque et accroît les rendements composés

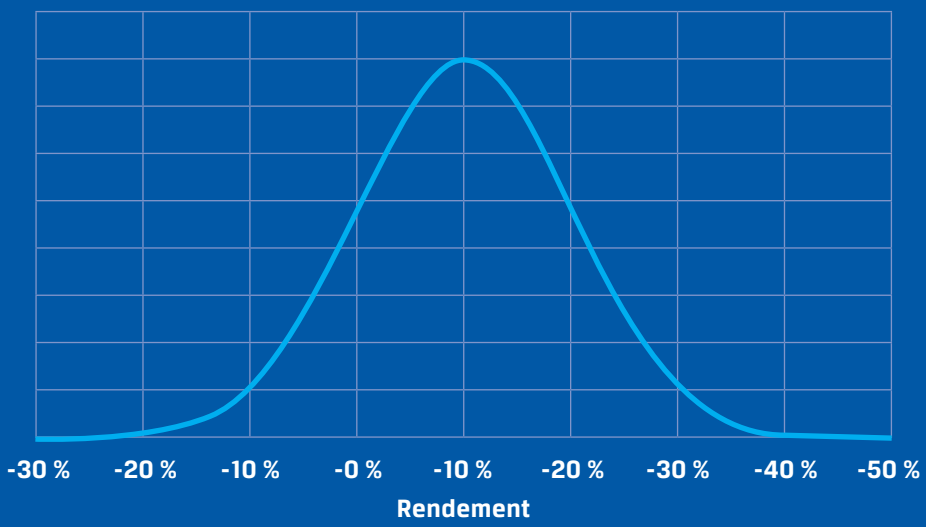
rendements, appelé volatilité). La volatilité est une mesure simple de la dispersion des rendements autour du rendement périodique moyen. Elle est calculée au moyen de la formule suivante :

$$\sqrt{\frac{\sum_{t=1}^{T}(r_t - \bar{r}_t)^2}{T-1}}$$

dans laquelle r_t, $\bar{r}_t$ et T représentent respectivement le rendement observé pendant la période t (mois, trimestres, années, etc.), la moyenne des rendements périodiques et le nombre d'observations. Toutefois, l'équation importe moins que les implications de ses résultats.

Par exemple, supposons que le rendement moyen d'un titre de même que sa volatilité atteignent 10 % annuellement. Dans l'hypothèse d'une distribution normale des rendements – ce qui est une façon courante de simplifier la démonstration –, la mesure de la volatilité rend compte de l'ensemble du risque. La distribution est centrée à 10 %, et le tracé et la densité de la courbe normale reflètent la probabilité d'observer des rendements périodiques particuliers. La distribution suggère qu'il est nettement plus probable d'observer des valeurs avoisinant 10 % que des valeurs qui s'en éloignent.

PLUS PRÉCISÉMENT, LES PROBABILITÉS DE RENDEMENT SUR LA PÉRIODE SONT LES SUIVANTES :



- probabilité de 68 % de rendement se situant à l'intérieur d'une unité de volatilité par rapport à la moyenne (entre 0 % et 20 %);
- probabilité de 95 % de rendement se situant à l'intérieur de deux unités de volatilité par rapport à la moyenne (de -10 % à 30 %);
- probabilité de 99 % de rendement se situant à l'intérieur de trois unités de volatilité par rapport à la moyenne (de -20 % à 40 %).

EXEMPLE D'UN PORTEFEUILLE ÉQUILIBRÉ COMPOSÉ D'ACTIONS ET D'OBLIGATIONS

Illustrons maintenant la notion de diversification et ses avantages au moyen d'un portefeuille formé de deux actifs pendant la période allant de 1990 à 2014. Le premier actif est un placement dans l'indice boursier de rendement total Russell 1000, tandis que le second est un placement dans un portefeuille à revenu fixe investi dans des obligations du Trésor de dix ans.

	ACTIFS		PORTEFEUILLE
	RUSSELL 1000	OBLIGATIONS DU TRÉSOR	60 % D'ACTIONS DE L'INDICE RUSSELL 1000 ET 40 % D'OBLIGATIONS DU TRÉSOR
Rendement périodique	11,50 %	7,87 %	10,05 %
Rendement composé	9,82 %	7,61 %	9,54 %
Volatilité	18,49 %	7,61 %	10,63 %

Comme les actions comportent un risque supérieur à celui des obligations du Trésor, il est logique que la volatilité des premières soit supérieure à celle des secondes. Dans l'exemple proposé, la « tolérance » des investisseurs à cette volatilité accrue est également récompensée par un meilleur rendement composé. Toutefois, cela n'est pas nécessairement toujours le cas. Bien que les investisseurs devraient normalement être récompensés à long terme lorsqu'ils s'exposent à des risques plus importants, il n'y a aucune garantie qu'en acceptant un degré de risque élevé, ils obtiendront de meilleurs rendements. La possibilité que des attentes rationnelles soient déçues est inhérente à la notion de risque. Un rendement moyen supérieur sur des actifs risqués constitue la compensation de l'investisseur pour les périodes difficiles. Cet aspect est traité dans le document 3b.

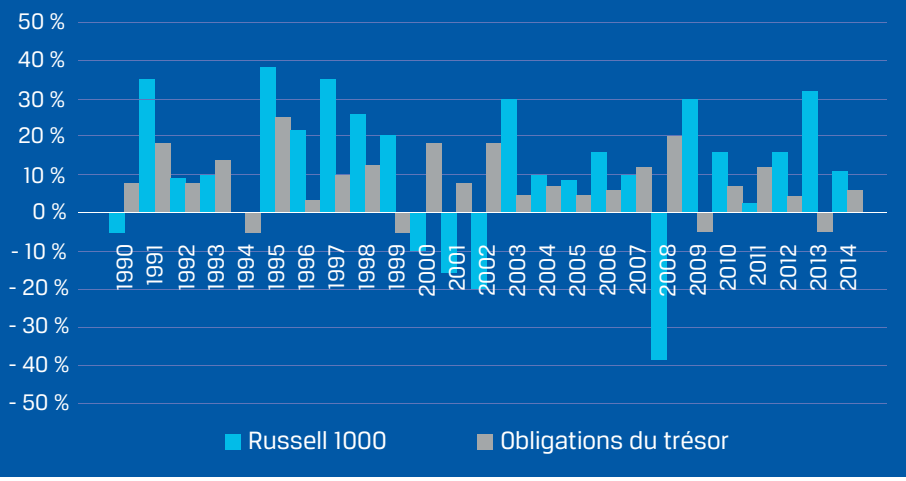
Néanmoins, cet exemple illustre bien les avantages de la diversification. En outre, bien que le rendement périodique du portefeuille (10,05 %) corresponde simplement à la moyenne pondérée du rendement périodique des deux actifs, le rendement composé de ce portefeuille est semblable à celui de l'indice Russell 1000 (9,54 %, par rapport à 9,82 %) tout en étant beaucoup moins volatil (10,63 %, par rapport à 18,49 %). Cela soulève deux questions. Pourquoi un portefeuille équilibré composé à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations offre-t-il une volatilité si faible, et pourquoi procure-t-il un rendement composé si élevé? Le graphique suivant présente les rendements annuels de l'indice Russell 1000 (en bleu) et des obligations du Trésor (en gris) pendant la période de référence. La volatilité supérieure des actions y est évidente.

LES AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION

Comment la diversification atténue le risque et accroît les rendements composés

3A

RENDEMENTS ANNUELS



La figure ci-contre montre que les rendements des actions et des obligations du Trésor suivent un cheminement fort différent. Les rendements des actions peuvent être élevés quand ceux des obligations du Trésor sont faibles (et vice-versa). Par exemple, en 2008, les marchés boursiers ont enregistrés l'une de leurs pires performances annuelles, tandis que les obligations du Trésor se sont fortement redressées, offrant ainsi l'une de leurs meilleures performances annuelles. En 2009, la situation était inversée.

La différence entre ces structures de rendement est souvent exprimée au moyen d'une mesure appelée corrélation, qui va de -1 à 1. Une corrélation de 1 signifie l'absence d'avantages conférés par la diversification puisque les deux actifs évoluent en parallèle. Plus la corrélation est faible, plus la diversification est efficace. Dans l'exemple proposé, la corrélation entre les actions et les titres à revenu fixe est faible, à -0,28, ce qui veut dire que la diversification réduit efficacement la volatilité du portefeuille. Il est facile de comprendre que la corrélation entre les actions et les titres à revenu fixe sera vraisemblablement plus faible que celle entre deux actions du secteur bancaire.

En outre, la volatilité du portefeuille est inférieure à la moyenne pondérée de la volatilité des deux actifs en raison de la corrélation imparfaite (inférieure à 1). Qu'est-ce qui explique que le rendement composé du portefeuille est si élevé? Le document 2b explique que la volatilité réduit le rendement composé d'un actif. Bien qu'il s'agisse d'une approximation, il est possible de démontrer que la volatilité entraîne une perte de rendement composé qui correspond à peu près à la moitié du carré de la volatilité (ou la moitié de la variance) de cet actif. En d'autres termes :

Rendement composé moyen ≅ rendement périodique moyen – volatilité^2 /2

Dans le cas de l'indice Russell 1000, la différence entre le rendement périodique et le rendement composé est 1,68 %, tandis que le carré de la volatilité (18,49 %^{2}) divisé par 2 donne 1,71 %, un résultat très similaire. Le même calcul effectué pour l'exemple du portefeuille équilibré donne 0,51 % et 0,56 %. Ce portefeuille bénéficie d'une moindre perte de rendement composé grâce à sa faible volatilité. Cela illustre l'importance des avantages conférés par la diversification. La volatilité nuit aux rendements composés; la diversification, qui réduit le risque, atténue la baisse de rendement composé attribuable à la volatilité. Voici donc deux bonnes raisons de diversifier un portefeuille : l'atténuation du risque et la diminution de la perte de rendement composé par unité de rendement périodique.

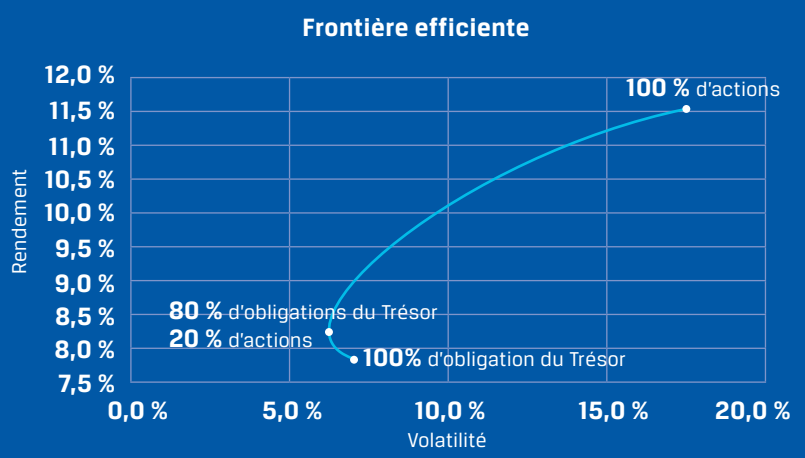
Enfin, les investisseurs ont souvent tendance à omettre un principe lié à la diversification. Pour que la diversification puisse réduire le risque et accroître le rendement composé, comme illustré ci-dessus, il faut rééquilibrer le portefeuille. Sinon, ni les avantages de la diversification sur la volatilité ni les rendements composés ne seront pleinement réalisés à long terme. Bien que différentes méthodes de rééquilibrage puissent être appliquées, plusieurs méthodes courantes (qui sont abordées dans le document 3f) présentent une efficacité semblable. L'exemple précédent repose sur l'hypothèse d'un rééquilibrage annuel du portefeuille à sa pondération cible de 60 % d'actions et 40 % d'obligations. Autrement dit, si le rendement annuel des actions est supérieur à celui des obligations du Trésor et que la pondération en actions dépasse 60 % de la valeur du portefeuille, les pondérations cibles devront être rétablies par la vente d'actions et l'achat d'obligations du Trésor.

LES AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION

Comment la diversification atténue le risque et accroît les rendements composés

LA FRONTIÈRE EFFICIENTE ET SES LIMITES

Le concept de frontière efficiente est une représentation des différentes allocations de portefeuille permettant, conceptuellement, d'optimiser le rendement d'un portefeuille pour un niveau spécifique de risque. Il est souvent utilisé pour illustrer les bénéfices de la diversification. La figure suivante illustre les différentes combinaisons optimales de risque et de rendements qui auraient pu être réalisées au cours de la période de 1990 à 2014 en conjuguant des actions et des obligations du Trésor dans des proportions qui vont de 0 % à 100 % d'actions.



Le point inférieur de la figure représente un portefeuille qui ne comportait aucune action, tandis que le point supérieur correspond à un portefeuille composé entièrement d'actions. La figure illustre également le fait que certains portefeuilles ne présentaient conceptuellement aucun intérêt sur cette période. Par exemple, un portefeuille composé entièrement d'obligations du Trésor aurait offert un rendement inférieur et un risque supérieur à celui d'un portefeuille composé de 80 % d'obligations du Trésor et de 20 % d'actions. La répartition appropriée est fonction de la tolérance au risque de l'investisseur.

Le concept de frontière efficiente est valable, mais son application est délicate, car les frontières efficientes sont habituellement établies en fonction de rendements historiques, et donc de volatilités et de corrélations historiques. Ainsi, la courbe de la figure est très variable selon la période de référence utilisée. Comme les investisseurs sont préoccupés par les rendements, volatilités et corrélations futurs, les frontières efficientes qui leur sont présentées peuvent être trompeuses au moment de sélectionner une composition de portefeuille appropriée et optimale. Par exemple, même si la frontière efficiente créée à partir des rendements observés de 1990 à 2014 indique qu'un portefeuille de 100 % obligations aurait généré un rendement moyen de 7.9 % sur cette période, nous ne pouvons pas anticiper un tel rendement pour les prochaines années étant donné le faible niveau actuel des taux d'intérêt. Il n'en demeure pas moins que la diversification réduit le risque de portefeuille et réduit le drain de performance attribuable à la volatilité. C'est pourquoi il est essentiel de bâtir des portefeuilles diversifiés aussi efficacement que possible.

CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

LES AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION

LES FACTEURS QUI DÉTERMINENT LES RENDEMENTS SUR LES ACTIFS ET L'EFFICACITÉ DE LA DIVERSIFICATION

3B

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

LES FACTEURS QUI DÉTERMINENT LES RENDEMENTS SUR LES ACTIFS ET L'EFFICACITÉ DE LA DIVERSIFICATION

Les investisseurs disent souvent que la diversification ne leur a pas fourni la protection qu'ils anticipaient en période houleuse. Pour bien comprendre la variabilité de l'efficacité de la diversification, il importe de bien comprendre les facteurs qui influencent les rendements sur les actifs. Bien que ce document se limite à mieux connaître les facteurs explicatifs de rendement des titres à revenu fixe et ceux des actions, il vise aussi à expliquer ce qui cause une corrélation de rendement faible ou élevée entre deux actifs et la manière d'améliorer l'efficacité de la diversification des portefeuilles.

FACTEURS QUI DÉTERMINENT LES RENDEMENTS SUR LES TITRES À REVENU FIXE

Il convient, dans un premier temps, d'expliquer la composition du rendement d'une obligation détenue jusqu'à son échéance. Habituellement, l'émetteur d'une obligation traditionnelle paie à l'investisseur le taux d'intérêt nominal (ou *coupon*) fixe deux fois l'an, et le capital à l'échéance de l'obligation. À titre d'exemple, combien un investisseur marginal paierait-il pour une obligation corporative qui verse un coupon de 5 % (annuel, pour simplifier le calcul) et un remboursement de capital de 1 000 $ dans 10 ans? Demander quel prix l'investisseur marginal est prêt à payer pour détenir une obligation est la même question que de demander quel rendement cet investisseur exige pour détenir cette même obligation. Théoriquement, les investisseurs s'attendent à un rendement qui compensera ce qui suit :

- le taux d'inflation anticipé – de 2 % en moyenne sur 10 ans aux fins de l'exercice;
- la prime de risque (comme le risque de crédit, qui est lié à la possibilité que les intérêts et le capital ne soient pas pleinement versés en raison de difficultés financières de l'émetteur; le risque de liquidité, qui est lié à la difficulté de vendre l'obligation avant son échéance et au coût associé à la vente de celle-ci, en cas de besoin; le risque de durée, qui est lié à la sensibilité du prix d'un titre de longue échéance aux variations du rendement obligataire) – de 1 % aux fins de l'exercice;

- le taux de rendement réel (c'est-à-dire la compensation à laquelle l'investisseur s'attend en plus du taux d'inflation sur les titres sans risque, comme les obligations du Trésor) – de 1 % aux fins de l'exercice.

Aux fins de l'exercice, le taux de rendement exigé représente donc 4 %, soit la somme de 2 % (inflation), de 1 % (prime de risque) et de 1 % (taux réel), et, par le fait même, le taux d'actualisation de la totalité des flux de trésorerie de cette obligation. Il est alors possible de calculer le cours auquel cette obligation se transigera sur le marché.

$$Prix = 1\,081{,}11\ \$ = \sum_{i=1}^{10} \frac{50\ \$}{(1+0{,}04)^{i}} + \frac{1\,000\ \$}{(1+0{,}04)^{10}}$$

Ce prix est plus élevé que le capital versé à l'échéance. Cela s'explique par le fait que le taux de rendement exigé par les investisseurs est inférieur au taux du coupon. Le rendement exigé (4 %) est aussi appelé rendement annuel effectif à l'échéance. En effet, un investisseur qui achète cette obligation à ce prix et qui la conserve jusqu'à l'échéance obtiendra un taux de rendement annuel effectif de 4 % si toutes les sommes (intérêts et capital) lui sont versées en totalité au moment prévu.[1, 2]

Qu'en est-il, par ailleurs, de l'obligation non détenue jusqu'à l'échéance? Si l'investisseur conserve son obligation pendant un an, le rendement réalisé sera alors déterminé par le prix de vente.

$$Rendement = \frac{(Prix\ de\ vente - 1\,081{,}11\ \$ + 50\ \$)}{1\,081{,}11\ \$}$$

Les facteurs qui influent sur le prix actuel de l'obligation déterminent aussi son prix dans un an, bien que dans un an :

- les anticipations inflationnistes peuvent changer;
- la perception du niveau de risque peut changer;
- le rendement réel peut changer;
- l'échéance de l'obligation soit raccourcie d'un an et ait une incidence sur le prix.

Pour toutes ces raisons, le rendement réalisé par l'investisseur risque peu de correspondre au rendement à l'échéance prévu initialement. Dans un an, le rendement à l'échéance risque d'être revu à la hausse ou à la baisse en raison des variations des anticipations inflationnistes, des primes de risque et du rendement réel.

Par conséquent, les rendements sur des périodes données sont dominés en grande partie par les modifications des attentes qui ont une incidence sur les prix. Dans l'éventualité où les anticipations inflationnistes varient à la hausse ou à la baisse de 1 % et que les autres facteurs demeurent constants, le rendement à l'échéance de cette obligation dans un an sera de 3 % ou de 5 %. Le prix de l'obligation s'élèvera ainsi à 1 155,72 $ s'il est de 3 %, et à 1 000,00 $ s'il est de 5 % (soit l'équivalent du taux du coupon). Dans l'éventualité où, après un an, l'investisseur vend l'obligation au taux effectif de 3 %, le rendement de son investissement sera de 11,53 %.

$$11{,}53\ \% = \frac{(1\,155{,}72\ \$ - 1\,081{,}11\ \$ + 50\ \$)}{1\,081{,}11\ \$}$$

Par contre, l'investisseur essuiera une perte de 2,88 % si le taux effectif est de 5 %. Une anticipation erronée des facteurs ayant une incidence sur le rendement peut donc s'avérer coûteuse.

Ces exemples montrent qu'il est facile de prévoir le rendement d'une obligation si elle est détenue jusqu'à son échéance (en l'absence de défaillance, bien sûr), alors qu'il est difficile de prévoir son rendement si elle est vendue avant son échéance. Or, est-il possible de prévoir le rendement d'un fonds obligataire ou d'un indice obligataire? Cela est possible dans une certaine mesure. Prenons l'exemple d'un fonds obligataire qui investit dans des titres du Trésor dont l'échéance moyenne est de 10 ans. Chaque année, alors que l'échéance moyenne des titres raccourcit, le gestionnaire vend certains titres pour en acheter d'autres à échéance plus longue, de manière à maintenir une certaine constance de l'échéance moyenne du fonds au fil du temps.

[1] En fait, les normes applicables dans le domaine précisent généralement que le rendement à l'échéance soit exprimé sous la forme d'un taux effectif semestriel (et non pas annuel) multiplié par deux (afin de l'annualiser). Dans cet exemple, le rendement est présenté sous la forme d'un taux effectif annuel de 4 %, ce qui équivaut à un taux effectif semestriel de 1,9804 % (en tenant compte de l'intérêt composé). Donc, selon ces normes, le taux effectif annuel de 4 % de cet exemple devrait plutôt être présenté comme un rendement à l'échéance de 3,9609 % (1,9804 % x 2).

[2] Le recours au rendement à l'échéance pour exprimer le rendement d'une obligation repose sur l'hypothèse implicite du réinvestissement des coupons à ce même taux.

Entre décembre 2004 et décembre 2014, il appert que le rendement à l'échéance des obligations du Trésor de 10 ans est passé de 4,25 % à 2,17 %. Si le gestionnaire avait suivi la stratégie décrite précédemment, le rendement composé annuel du fonds obligataire aurait été de 4,92 %, soit légèrement supérieur au rendement à l'échéance initial. Si le rendement à l'échéance avait connu le parcours opposé pendant cette période (étant ainsi passé de 2,17 % à 4,25 %), le rendement composé annuel aurait été de 1,45 %, soit inférieur au rendement à l'échéance initial. La raison en est simple : si les taux d'intérêt baissent, les coupons des obligations sont investis à un taux moins élevé, alors que le prix des obligations détenues augmente. C'est l'inverse qui se produit si les taux d'intérêt augmentent.

Autrement dit, le rendement à l'échéance actuel d'un fonds obligataire ou d'un indice obligataire dont l'échéance moyenne est de "x" ans est un bon indicateur du rendement (avant les frais) qui sera obtenu sur cette période de "x" années. Une conjoncture de faibles taux d'intérêt constitue une indication de faibles rendements futurs sur un fonds obligataire.

FACTEURS QUI DÉTERMINENT LES RENDEMENTS SUR LES ACTIONS

Les actions diffèrent des obligations en ce qui suit :

- elles n'ont pas d'échéance. Par exemple, un indice d'actions est virtuellement éternel;
- elles sont assorties (ou non) de dividendes, selon la rentabilité de la société et sa politique en la matière;
- les détenteurs d'actions ne touchent des dividendes qu'après le versement des sommes dues aux détenteurs d'obligations. Par conséquent, les actions sont plus risquées que les obligations émises par la même société.

Un investisseur rationnel qui souhaite acheter des actions s'attend aussi à obtenir un rendement qui le compensera pour le taux d'inflation anticipé, le rendement réel et les diverses primes de risque d'un placement en actions, notamment les primes de risque dites marché, valeur, momentum et liquidité. (dont il sera question dans un autre document). Les actions présentent davantage de facteurs de risque et une probabilité supérieure d'anticipations erronées. Il est aussi impossible de calculer leur rendement à l'échéance, puisqu'elles n'en ont pas et que les dividendes futurs sont inconnus. C'est pourquoi les investisseurs expriment souvent l'attrait relatif aux actions au moyen du ratio cours-bénéfices (RCB), soit le rapport du cours de l'action aux bénéfices de la société, et il existe plusieurs méthodes pour le calculer. L'indice boursier S&P 500, par exemple, peut se négocier à *x* fois le bénéfice des 12 derniers mois ou à *x* fois le bénéfice prévu pour les 12 prochains mois. Si le RCB est élevé, il est probable que les anticipations inflationnistes soient faibles, que le risque propre au marché des actions inquiète peu les investisseurs ou que les prévisions de croissance des bénéfices soient élevées. Alors que si le RCB est faible, il reflète vraisemblablement des attentes contraires à l'égard de certains des facteurs mentionnés ci-dessus. Par conséquent, lorsque la conjoncture semble bonne, les investisseurs sont prêts à payer un prix multiple plus élevé, ils exigent donc un taux de rendement faible; et c'est exactement l'inverse lorsque la conjoncture semble mauvaise.

Voici un exemple qui illustre bien le rôle de la variation des attentes sur le rendement des actions ainsi que les sources du rendement de l'indice S&P 500 pendant deux périodes distinctes, mais instructives (de 1979 à 1999 et de 2000 à 2006).

SOURCES DU RENDEMENT	1979-1999	2000-2006
Dividendes	3,94 %	1,63 %
Croissance des bénéfices	5,71 %	8,50 %
Variation du RCB	8,23 %	-9,00 %
Total	**17,88 %**	**1,13 %**
RCB au début et à la fin	7,4 et 33,3	33,3 et 18,2
Taux de croissance des dividendes	5,78 %	5,53 %

Les actions ont fourni un rendement exceptionnel entre 1979 et 1999, et un rendement pitoyable entre 2000 et 2006. Chose surprenante, la croissance des bénéfices fut plus importante après 2000, alors que le taux de croissance des dividendes est resté presque le même. Les dividendes expliquent donc peu le rendement ni dans un cas, ni dans l'autre. En fait, le rendement total découle principalement de la variation du ratio RCB.

En 1979, les investisseurs n'étaient prêts à payer que 7,40 $ par dollar de bénéfice de l'indice S&P 500, tandis qu'en 1999, ils étaient prêts à débourser 33,30 $, soit plus de quatre fois plus. Cette situation a pris fin abruptement par la suite alors qu'en 2006 les investisseurs n'étaient prêts à payer que 18,20 $. Qu'est-il arrivé ? Une variation du RCB équivaut à une modification du rendement exigé, ce qui reflète les changements d'attentes des investisseurs. En 1979, les investisseurs exigeaient un rendement important sur leurs actions, car ils anticipaient un taux d'inflation élevé et s'inquiétaient du risque de marché. En 1999, les anticipations inflationnistes étaient très faibles et les investisseurs – à tort ou à raison – s'inquiétaient peu des risques. Par conséquent, le rendement exigé sur les actions était faible, et le RCB des actions, élevé. Le vent a tourné lorsque les investisseurs ont commencé à s'inquiéter des risques liés au secteur des nouvelles technologies, dont ils revoyaient leurs prévisions de croissance à la baisse. Encore une fois, cela illustre bien que la justesse des attentes influe fortement sur le rendement futur des actions. Des attentes trop optimistes (comme à la fin des années 1990) peuvent entraîner les rendements futurs à la baisse, et vice-versa.

FACTEURS QUI DÉTERMINENT LA COVARIANCE ENTRE LES ACTIFS

Les principaux facteurs de rendement des actifs financiers ayant été expliqués, il apparaît clairement que deux actifs seront fortement corrélés si la fluctuation de leurs prix est causée par des facteurs similaires. Par ailleurs, la corrélation sera plus faible si les facteurs de fluctuation des prix des actifs diffèrent. Il est bien connu, par exemple, que le rendement des actions et des titres à revenu fixe était fortement corrélé dans les années 1970, 1980 et 1990, alors que la corrélation était faible dans les années 2000. Puis, pendant la crise financière, la corrélation entre les actions et les obligations du Trésor est devenue fortement négative. Pourquoi ?

- Dans les années 1970, 1980 et 1990, les variations des anticipations inflationnistes étaient importantes et jouaient un rôle dominant dans l'évolution des rendements. Le fait que tant les actions que les titres à revenu fixe bénéficiaient d'une importante diminution des anticipations inflationnistes a entraîné une forte corrélation du rendement de ces deux catégories d'actifs.
- Au début des années 2000, le RCB a chuté parce que les investisseurs – ayant réalisé que les attentes en matière de croissance des bénéfices du secteur des nouvelles technologies étaient irréalistes – exigeaient une prime de risque beaucoup plus élevée pour l'achat d'actions. Comme les taux d'intérêt ont chuté en réaction aux politiques monétaires et aux inquiétudes concernant la croissance, les corrélations étaient faibles.
- En 2008, presque toutes les catégories d'actifs risquées affichaient un faible rendement, et la diversification ne semblait pas fonctionner. L'année 2008 fut marquée par une crise de liquidité, provoquée par de graves problèmes de crédit à l'échelle mondiale. La contagion fut telle qu'elle entraîna une réévaluation majeure de la croissance économique partout dans le monde. Comme les investisseurs exigeaient une compensation plus grande pour les risques courus dans toutes les régions du monde, tous les actifs risqués ont été touchés en même temps. Seuls les actifs jugés réellement sûrs, comme les obligations du Trésor, ont été épargnés et ont procuré des avantages liés à la diversification. Les prix des obligations du Trésor ont connu une hausse rapide, non seulement à cause de la diminution des anticipations inflationnistes, mais aussi parce que les actifs risqués inquiétaient tellement les investisseurs que ces derniers se sont tournés vers les obligations du Trésor, qui leur semblaient constituer une valeur refuge. Cela a provoqué une baisse importante du rendement réel et, conséquemment, une forte appréciation des obligations du Trésor. C'est pourquoi la corrélation entre les actifs risqués et les obligations du Trésor a été fortement négative pendant cette période.

La diversification consiste à combiner des actifs dont les prix et les rendements exigés sont influencés par des ensembles différents de facteurs. Deux actions du secteur bancaire sont plus susceptibles d'être influencées par des facteurs similaires qu'une action du secteur bancaire et une action du secteur technologique. C'est la même chose pour les actions et les titres à revenu fixe, pour les matières premières et les actions ou les obligations, ou pour l'or et le blé.

Il existe toutefois des facteurs qui, dans certaines circonstances, ont une incidence similaire et simultanée sur plusieurs titres, des catégories d'actifs et même sur des régions géographiques, ce qui réduit du même coup l'efficacité de la diversification. Une variation importante des anticipations inflationnistes et une diminution de la liquidité mondiale en sont deux exemples. Cela ne veut pas dire qu'il ne faut pas diversifier un portefeuille. Il importe plutôt de procéder à une diversification judicieuse et même alors, l'efficacité de la diversification peut varier avec le temps.

Enfin, certains investisseurs ont des attentes irréalistes à l'égard de la diversification. L'exemple précédent montre bien la volatilité très supérieure du rendement des actions par rapport à celle des obligations. Cette volatilité peut aisément atteindre le double, en moyenne; et en situation de crise (comme en 2008), le rendement des actions peut temporairement être quatre fois plus volatil, voire davantage, que le rendement des obligations. Lors d'une crise, un investisseur possédant un portefeuille composé d'actions et d'obligations dans un ratio de 60/40 verra la volatilité de son portefeuille total être largement dominée par l'effet de la composante en actions. Dans de telles circonstances, l'allocation aux actions expliquerait plus de 90 % du risque global du portefeuille. Il est donc impératif que les investisseurs diversifient judicieusement leur portefeuille, qu'ils tiennent compte de leur aversion au risque (non seulement en temps normal, mais également en période difficile) et qu'ils envisagent même d'adopter certaines stratégies d'atténuation des risques dont il sera question dans un autre document.

CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

LES AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION

LES DIFFÉRENTES MANIÈRES DE DIVERSIFIER UN PORTEFEUILLE

3C

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

LES DIFFÉRENTES MANIÈRES DE DIVERSIFIER UN PORTEFEUILLE

Un portefeuille peut être diversifié en fonction des titres, des secteurs, des styles de gestion, des classes d'actifs, des régions et des devises, des stades de développement économique, et même des types de risques (facteurs de risque). Le présent document traite de la diversification des classes d'actifs, des styles de gestion et des régions. Il aborde le concept de la diversification en fonction des facteurs de risque, les défis de la mise en œuvre d'une telle approche, et illustre l'importance d'une diversification étendue dans la conception de portefeuille.

DIVERSIFICATION EN FONCTION DES CLASSES D'ACTIFS, DES STYLES DE GESTION ET DES RÉGIONS

Une classe d'actifs est généralement définie comme un large groupe de titres ou autres actifs présentant des caractéristiques similaires, qui évoluent dans les marchés de manière semblable et qui sont assujettis à la même législation et à la même réglementation. De manière pragmatique, elle peut être définie comme un large groupe de titres ou autres actifs qui offrent une exposition similaire à certaines primes de risque ou des avantages de diversification bien spécifiques. Les classes d'actifs traditionnelles sont les actions, les obligations et les quasi-espèces. Les matières premières et l'immobilier sont souvent considérés comme des classes d'actifs. Les fonds de couverture sont bâtis autour de stratégies de placement qui exploitent les primes de risque et les avantages de la diversification qui se retrouvent souvent dans les classes d'actifs traditionnelles. C'est pourquoi plusieurs observateurs ne considèrent pas les fonds de couverture comme une classe d'actifs.

La notion de style de gestion de placement, quant à elle, fait référence aux caractéristiques générales du portefeuille que privilégie la philosophie de placement du gestionnaire. Outre la simple gestion indicielle (qui consiste principalement à reproduire des indices boursiers de référence pondérés en fonction de la capitalisation), les styles de gestion de placement dans les actions les plus connus sont définis en fonction de la taille des sociétés (petites, moyennes ou grandes capitalisations) et de leur attribut fondamental (valeur, croissance, mixte (core), momentum). Les gestionnaires de style valeur cherchent à investir dans des titres offerts au prix le plus avantageux, tandis que ceux de style croissance recherchent des sociétés susceptibles de croître rapidement. Les gestionnaires de style mixte combinent les deux premiers styles, tandis que ceux qui adoptent le style momentum tentent de profiter de l'amorce de récents mouvements à la hausse du cours des actions. Chaque approche comporte des risques et peut offrir des avantages; le rendement excédentaire espéré de chacune de ces approches par rapport au marché en général n'est pas parfaitement corrélé. Certaines approches liées au style de gestion de placement s'apparentent également à une autre forme d'approche de gestion reposant sur les facteurs de risque. Cet aspect sera toutefois abordé à la fin du présent document.

La diversification géographique évoque l'idée d'une diversification selon le pays. Mais pour la conception de portefeuille, la notion géographique réfère le plus souvent aux grandes régions comme les Amériques, l'Europe et le Moyen-Orient, l'Asie, les États-Unis et l'international (ce qui est hors des États-Unis). La notion de stade de développement économique peut faire référence aux économies et marchés développés, émergents et naissants. La diversification selon les régions et les stades de développement économique vise à exploiter la synchronisation imparfaite de la croissance économique, les écarts de valeurs sur différents marchés financiers et l'exposition à différentes devises, un aspect qui sera abordé plus particulièrement dans le document 3d.

Un processus de diversification efficient comprend à tout le moins la diversification des classes d'actifs et des régions. La proportion du capital à affecter à différentes classes d'actifs et le degré de diversification géographique requis sont des sujets qui seront couverts dans la partie 5 et le document 3d.

Le tableau suivant illustre l'intérêt de la diversification au moyen des classes d'actifs et des régions. Il présente un classement de cinq classes d'actifs spécifiques et d'un portefeuille équilibré selon leurs rendements respectifs sur des périodes successives de deux ans comprises entre janvier 1991 et décembre 2014. Il présente également le rendement moyen composé (en dollars américains) sur toute la période. Le code de couleur associé à chaque actif permet de constater aisément qu'aucun actif n'a dominé toutes les années.

Les données pour l'ensemble des périodes indiquent que les actifs risqués tendent à être plus profitables à long terme; toutefois, certains résultats surprennent, même en tenant compte de la période complète. Parmi les classes d'actifs, les actions des marchés émergents et les actions américaines ont eu le meilleur rendement, tandis que le rendement des titres à revenu fixe a surpassé celui des actions internationales et celui des matières premières, manifestement à la traîne. Le fort rendement relatif des titres à revenu fixe s'explique par le contexte déflationniste des quinze dernières années et par les deux crises boursières (2000-2001 et 2008). Il est peu probable que les titres à revenu fixe maintiennent le même niveau de rendement, puisqu'au-delà de 2016, la faiblesse des taux d'intérêt rendra mathématiquement impossible un niveau de gains équivalent aux gains passés. Bien que le rendement des matières premières n'ait pas rapporté de plus-value, cette catégorie d'actifs mérite néanmoins d'être considérée comme une source de diversification dans le cadre d'un programme qui rééquilibre périodiquement la répartition des actifs, compte tenu de l'incertitude considérable qui entoure le niveau de prime de risque qu'offre cette catégorie d'actifs[1]. Le portefeuille équilibré a, quant à lui, fourni un rendement légèrement inférieur à celui des actions américaines, malgré sa volatilité beaucoup plus faible. Comme il fallait s'y attendre, il ne se classe jamais en première ni en dernière place.

[1] Il est possible d'investir dans les matières premières (sans en acheter directement) au moyen de contrats à terme. L'une des caractéristiques de base du marché à terme est qu'il compte toujours une quantité égale de contrats à terme achetés et vendus. Pour qu'un producteur aurifère puisse vendre un contrat sur l'or, il doit exister un investisseur qui achète ce contrat. Par conséquent, il s'agit d'un marché à somme nulle. Il est dont difficile d'établir si les matières premières rapportent nécessairement une prime de risque, mais aussi de déterminer si cette prime est versée à l'acheteur ou au vendeur du contrat à un moment précis. Toutefois ce sujet déborde le cadre des objectifs de ce document.

RENDEMENT DES CATÉGORIES D'ACTIFS

	RANG					
DEUX ANS TERMINANT EN	1	2	3	4	5	6
Déc. - 92	33,5 %	20,4 %	12,9 %	12,2 %	2,9 %	-9,3 %
Déc. - 94	27,3 %	19,0 %	9,3 %	5,2 %	4,1 %	-0,1 %
Déc. - 96	29,9 %	14,5 %	14,3 %	12,0 %	9,1 %	0,3 %
Déc. - 98	29,9 %	14,7 %	10,9 %	9,1 %	-18,8 %	-21,4 %
Déc. - 00	36,2 %	9,6 %	7,5 %	7,2 %	5,9 %	5,6 %
Déc. - 02	12,2 %	-2,4 %	-2,7 %	-4,2 %	-17,2 %	-17,9 %
Déc. - 04	40,3 %	30,1 %	20,3 %	17,4 %	14,9 %	4,4 %
Déc. - 06	33,5 %	21,8 %	18,2 %	13,0 %	10,8 %	3,1 %
Déc. - 08	15,5 %	-4,3 %	-10,3 %	-18,8 %	-18,9 %	-19,1 %
Déc. - 10	46,1 %	34,5 %	22,2 %	22,1 %	17,9 %	2,2 %
Déc. - 12	8,7 %	8,1 %	5,9 %	1,9 %	1,2 %	-1,5 %
Déc. - 14	22,8 %	7,1 %	3,9 %	1,0 %	-2,0 %	-19,6 %
Moyenne	9,9 %	8,6 %	8,3 %	7,5 %	7,0 %	4,6 %

Le portefeuille équilibré est composé à 20 % d'actions américaines, à 20 % d'actions internationales, à 10 % de titres de marchés émergents, à 10 % de matières premières et à 40 % de titres à revenu fixe.

Actions américaines | Actions internationales | Marchés émergents | Matières premières | Revenu fixe | Équilibré

DIVERSIFICATION EN FONCTION DES FACTEURS DE RISQUE

La diversification en fonction des catégories d'actifs constitue l'approche la plus courante en matière de conception de portefeuille. Cependant, de nombreux académiciens et gestionnaires de portefeuille soutiennent que la diversification doit être fondée sur des facteurs de risque. Le risque propre au taux d'intérêt et le risque propre au marché des actions sont parmi les facteurs de risque les plus connus.

Les primes de risque correspondent à des compensations (sous formes de rendement) versées aux investisseurs qui s'exposent aux facteurs de risque; plus précisément, ce sont des compensations touchées au fil du temps et en moyenne pour les pertes qu'ils ont subies pendant les périodes difficiles, où ils sont en fait pénalisés pour leur exposition à certains de ces facteurs de risque. Par exemple, les investisseurs s'exposent au risque propre au marché des actions parce que ceux-ci s'attendent à ce que ce soit profitable au fil du temps, mais il est bien connu qu'ils peuvent essuyer des pertes importantes lorsque la conjoncture est difficile.

Plusieurs facteurs de risque ont fait l'objet d'études, tels le risque de marché, de valeur, de taille, de momentum et de bêta faible.

- Risque propre au marché des actions – stratégie de placement axée sur les actions plutôt que sur les espèces;
- Risque propre à la valeur – stratégie de placement axée sur les titres de sociétés se transigeant à un prix avantageux plutôt que sur les titres de sociétés à fort potentiel de croissance;
- Risque propre à la taille de la société – stratégie de placement axée sur les titres de petites sociétés plutôt que sur les titres de grandes sociétés;
- Risque propre au momentum – stratégie de placement axée sur les titres de sociétés dont le cours présente un momentum supérieur à celui d'autres titres de sociétés;

- Risque propre aux titres à bêta faible – stratégie de placement axée sur les titres de sociétés à bêta faible plutôt les titres de sociétés à bêta élevé.

Normalement, l'existence d'un facteur de risque a une justification économique. Par exemple, les titres de sociétés à prix avantageux (généralement caractérisées par leur faible ratio cours-valeur comptable) rapportent, en moyenne et à long terme, un meilleur rendement que les titres de sociétés à fort potentiel de croissance. Une explication rationnelle de ce phénomène est que le rendement excédentaire des titres de sociétés à prix avantageux compense le risque supplémentaire lié à leur nécessité d'infrastructure plus coûteuse et moins flexible (comparez, par exemple, Exxon avec Alphabet). Cela pourrait aussi être le résultat d'un biais comportemental, soit la possibilité que les investisseurs aient tendance, par excès d'optimisme, à surévaluer les titres de sociétés à fort potentiel de croissance et, par conséquent, à sous-estimer les titres de sociétés à prix avantageux. Le but n'est pas d'argumenter sur la validité de l'explication rationnelle ni sur la validité du biais comportemental, mais plutôt d'accepter un constat : la prime de risque propre à la valeur a son importance et son existence est bien documentée depuis longtemps. En outre, l'investisseur qui perçoit qu'un facteur de risque se justifie tant sur le plan économique que sur le plan comportemental voit sa confiance renforcée dans la rentabilité à long terme de ce facteur. Bien sûr, il n'est pas garanti que la prime de risque propre à la valeur indemnise les investisseurs à court terme. Par exemple, les titres de sociétés à prix avantageux ont affiché des résultats médiocres au cours des périodes allant de 1998 à 1999 et de 2008 à 2009, et il est bien connu que la croissance d'Alphabet a de loin surpassé celle d'Exxon.

Chaque titre et chaque catégorie d'actifs offre une combinaison différente d'exposition aux facteurs de risque. Andrew Ang, de l'Université Columbia, a mentionné que les facteurs de risque sont aux catégories d'actifs ce que les éléments nutritifs sont à différents aliments. Une alimentation équilibrée vise à procurer une combinaison appropriée de nutriments en fonction des besoins des individus, qui n'ont pas tous le même régime alimentaire. Les individus ne couvrent pas tous leurs besoins nutritionnels grâce à un même choix d'aliments. Selon ce professeur, il importe de déterminer d'abord le degré d'exposition d'un portefeuille à des facteurs de risque donnés et de déterminer ensuite la combinaison d'actifs appropriée à cette fin. Cette approche offre l'avantage que la diversification d'un portefeuille comporte toute l'exposition souhaitée par l'investisseur aux facteurs de risque. Par exemple, de nombreux investisseurs, qui ne savent pas que certaines composantes de l'actif (comme les obligations des marchés émergents) sont très sensibles au risque propre au marché des actions, peuvent être davantage exposés à certains facteurs de risque qu'ils ne le croient. Bien entendu, cette approche suppose une capacité à mesurer l'exposition de chacune des composantes de portfeuilles aux facteurs de risque, exigence qui complique considérablement le processus de gestion de portefeuille. De nombreuses institutions s'ouvrent à la gestion de leur exposition selon une approche liée aux facteurs de risque; cependant, bien que cette approche soit fondée sur des concepts solides, elle n'est pas largement utilisée dans l'élaboration des portefeuilles, que ce soit ceux des épargnants ou ceux des investisseurs institutionnels. Mais ce n'est sans doute qu'une question de temps et de sensibilisation. Certaines grandes caisses de retraite ont adopté ce modèle.

Le tableau suivant présente les mêmes informations que le précédent, mais pour cinq facteurs de risque liés au marché américain des actions seulement. Bien entendu, le même type d'analyse pourrait être présenté pour plusieurs autres catégories d'actifs et autres marchés en utilisant les facteurs de risque appropriés.

Il importe également de comprendre que le risque propre à la taille de la société, le risque propre à la valeur, le risque propre au momentum et le risque propre aux titres à bêta faible sont des primes de risque qui peuvent être saisies en sus de la prime de risque propre au marché des actions. Par exemple, l'investisseur qui dispose d'une certaine exposition à long terme au facteur de risque propre au momentum améliore son rendement par rapport au rendement qu'il obtiendrait grâce à une exposition au facteur de risque propre au marché des actions seulement. En outre, de nombreuses stratégies soi-disant non corrélées offertes par les fonds de couverture sont souvent simplement des portefeuilles conçus pour cumuler de nombreux facteurs de risque, à l'exclusion souvent du facteur de risque propre au marché des actions lui-même. Il est également intéressant de constater que certaines primes de risque (celle du risque propre aux titres à bêta faible et celle du momentum) semblent historiquement presque aussi importantes, voire davantage, que la prime de risque propre au marché des actions. Le tableau montre également que les titres de sociétés à bêta faible ont, en fait, surpassé les titres de sociétés à bêta élevé sur l'ensemble de la période, ce qui explique la prolifération dans l'industrie des produits qui offrent une combinaison de titres à faible volatilité et de titres à faibles risques.

RENDEMENT DES FACTEURS DE RISQUE

	RANG				
DEUX ANS TERMINANT EN	1	2	3	4	5
Déc. - 92	16,4 %	15,0 %	9,3 %	9,2 %	3,5 %
Déc. - 94	19,4 %	13,8 %	9,8 %	2,5 %	1,8 %
Déc. - 96	27,5 %	21,6 %	9,6 %	-0,1 %	-2,7 %
Déc. - 98	21,0 %	16,9 %	13,0 %	-5,9 %	-12,9 %
Déc. - 00	19,9 %	0,7 %	0,4 %	-11,4 %	-14,0 %
Déc. - 02	23,3 %	17,9 %	17,6 %	9,5 %	-18,5 %
Déc. - 04	21,3 %	19,9 %	14,9 %	14,2 %	-7,6 %
Déc. - 06	12,0 %	7,5 %	6,0 %	5,3 %	-0,7 %
Déc. - 08	16,7 %	-6,4 %	-15,5 %	-21,0 %	-22,2 %
Déc. - 10	24,5 %	20,7 %	14,5 %	8,1 %	-29,4 %
Déc. - 12	9,9 %	7,1 %	5,6 %	-1,1 %	-1,7 %
Déc. - 14	20,9 %	18,1 %	6,5 %	-1,6 %	-2,6 %
Moyenne	8,4 %	5,6 %	4,9 %	2,6 %	2,5 %

Marché Taille Valeur Momentum Bêta faible

La diversification en fonction des facteurs de risque offre une multitude de possibilités, plus particulièrement lorsque le portefeuille est composé d'un grand nombre de facteurs de risque et de classes d'actifs. Cependant, bien que de nombreux produits soient conçus en fonction de facteurs de risque (fonds axés sur des titres de sociétés à prix avantageux, sur des titres de société à petite capitalisation, sur des titres de sociétés dont le cours présente un momentum et sur des titres à bêta faible et FNB), il est presque impossible pour les épargnants de profiter pleinement de leurs avantages. Hormis le rendement du marché, les rendements des facteurs de risque indiqués ci-dessus sont le résultat de la création de portefeuilles à transactions couplées (combinaison de positions acheteur et vendeur) et qui ont recours à l'effet de levier.[2] La plupart des investisseurs, et même certains investisseurs institutionnels, n'ont ni la capacité ni la volonté d'accepter ces exigences. C'est pourquoi les produits axés sur ces primes de risque tendent à simplement fonder leur répartition sur des actions qui présentent les caractéristiques souhaitées, sans toutefois avoir recours à des positions vendeur ou à l'effet de levier. Cela leur permet de bénéficier de certains avantages liés à l'exposition aux facteurs de risque, comme le font systématiquement les produits dits « à bêta intelligent ». Par ailleurs, il faudrait plutôt qualifier ces produits de placements « basés sur les facteurs ».

[2] Les rendements des facteurs de risque sont habituellement calculés par la combinaison d'un portefeuille acheteur présentant les caractéristiques souhaitées (par exemple, des titres de sociétés à prix avantageux) et d'un portefeuille vendeur présentant les caractéristiques opposées à celles du portefeuille acheteur (par exemple, des titres de sociétés à fort potentiel de croissance).

La diversification est essentielle, mais sa conception d'une manière appropriée aux besoins des investisseurs constitue tout un défi. Voilà pourquoi la plupart des investisseurs ont besoin d'être appuyés par un conseiller compétent. Il importe qu'un portefeuille judicieusement diversifié offre une exposition à diverses classes d'actifs couvrant différentes régions. Enfin, bien que la diversification des facteurs de risque constitue une approche rationnelle et efficace, sa mise en oeuvre pose plusieurs défis. Les produits dits « à bêta intelligent » sont un premier pas dans la bonne direction, mais ils se fondent ni plus ni moins que sur des méthodes de répartition implicites ou explicites qui visent à fournir une exposition à des facteurs de risque donnés. Voilà pourquoi l'appellation « placements basés sur les facteurs » sera privilégiée dans les présents documents.

CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

LES AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION

L'INCIDENCE DES DEVISES ET DU PAYS D'ORIGINE SUR LA STRATÉGIE DE DIVERSIFICATION À L'ÉCHELLE MONDIALE

3D

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

L'INCIDENCE DES DEVISES ET DU PAYS D'ORIGINE SUR LA STRATÉGIE DE DIVERSIFICATION À L'ÉCHELLE MONDIALE

La plupart des investisseurs ont du mal à composer avec le risque de change. Plusieurs investisseurs, dont les gestionnaires de caisses de retraite, couvrent 50 % de leur exposition aux actions étrangères en pensant que cette couverture (ou, inversement, cette tolérance) équivaut à prendre une décision neutre. La diversification à l'échelle mondiale et la propension des investisseurs à afficher une préférence domestique sont des sujets qui sont rarement abordés du point de vue du pays d'origine de l'investisseur. Le présent document traite de la non-équivalence des devises et explique que tous les marchés financiers domestiques n'offrent pas un niveau équivalent de diversification. Aussi, la détermination du degré d'exposition aux autres devises et à d'autres marchés est, à l'instar de toute autre décision relative à la gestion des risques, influencée par la perspective de l'investisseur quant à la devise.

UNE QUESTION DE PERSPECTIVE ET DE STRUCTURE ÉCONOMIQUE

En octobre 2008, la valeur des titres de sociétés à forte capitalisation a diminué d'environ 17,5 % aux États-Unis et de 16,9 % au Canada. Au cours de cette même période, le dollar canadien a perdu 12,9 % de sa valeur par rapport au dollar américain, alors que le dollar américain s'est apprécié de 14,8 % par rapport au dollar canadien. Selon toute vraisemblance, un investisseur canadien qui a investi sur le marché américain des actions entièrement exposé au dollar américain a généré une perte de 5,3 % seulement [(1- 0,175)*(1+0,148)-1], alors qu'un investisseur américain qui a investi sur le marché canadien des actions a subi une perte de 27,6 % [(1- 0,169)*(1- 0,129)-1]. Bien que les marchés américain et canadien des actions aient obtenu des résultats similaires lorsqu'exprimés dans leur devise respective, l'écart de rendement calculé dans la devise propre à l'investisseur a atteint 22,3 % ! Bien sûr, l'investisseur américain aurait pu décider de couvrir 100 % du risque de change relatif au dollar canadien (ou d'acheter un produit offrant une telle couverture). Dans pareil cas, son rendement aurait avoisiné les -16,9 %. Quant à l'investisseur canadien, il aurait été préférable pour lui de ne pas couvrir le risque du tout. Mais, comment arriver à prendre une telle décision ?

La valeur des devises est manifestement difficile à prévoir. Plusieurs éléments influencent les taux de change. La demande relative de devises est influencée par la tendance à long terme vers la parité du pouvoir d'achat (le ratio du coût d'un panier de biens et services dans un pays par rapport au coût du même panier dans un autre pays), l'écart du potentiel de croissance économique, les taux d'intérêt, l'inflation, et l'évolution du coût des matières premières (dans les pays où les matières premières constituent le principal moteur économique), le climat politique et social, etc. C'est compliqué ! Les devises peuvent cependant être classées en fonction de leur réaction, en moyenne et à long terme, aux changements de croissance mondiale, et à l'incertitude générale. Certaines devises sont nettement procycliques alors que d'autres sont considérées comme contracycliques.

- Les devises contracycliques ont tendance à s'apprécier en périodes difficiles et à se déprécier en périodes plus prospères. Les pays dont la devise est contracyclique possèdent de vastes infrastructures économiques, des systèmes financiers sécuritaires et diversifiés, une gestion financière raisonnablement saine et un climat social et politique relativement stable. Leurs devises servent d'avoirs de réserve et d'actifs sûrs. Le dollar américain est habituellement considéré comme la devise contracyclique dominante.

- Les devises procycliques ont tendance à se déprécier en périodes difficiles et à s'apprécier en périodes plus prospères. L'économie des pays dont la devise est procyclique repose habituellement sur quelques secteurs. Les devises de ces pays servent très peu d'avoirs de réserve. Les dollars canadien et australien sont des exemples de devises procycliques. Le syndrome du « mal hollandais » est une expression souvent utilisée pour décrire la situation d'un pays qui a une devise qui s'apprécie considérablement et un secteur manufacturier qui périclite pendant qu'un de ses secteurs de ressources (comme celui de l'énergie) prospère. Une telle transformation pourrait mener à une économie moins diversifiée et davantage procyclique.

L'INCIDENCE DU CARACTÈRE PROCYCLIQUE OU CONTRACYCLIQUE D'UNE DEVISE SUR LE RISQUE DE CHANGE

Il n'est pas toujours aisé de classer une devise en tant que devise contracyclique ou procyclique. Une telle caractéristique joue par contre un rôle dans la détermination du niveau approprié d'exposition aux actifs étrangers (plus particulièrement aux actions) et aux autres devises et, par conséquent, influe sur la décision de couvrir ou non le risque de change. Bien qu'il n'existe aucune réponse précise quant au degré d'exposition au risque de change ou au degré de couverture d'un tel risque pour un investisseur, certaines règles subsistent néanmoins.

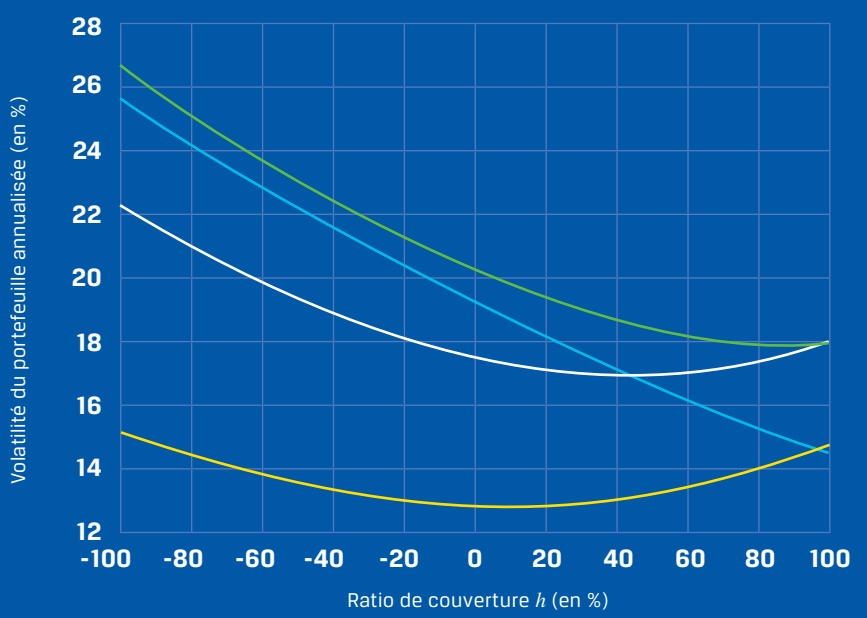
L'équation suivante indique le degré de couverture du risque de change (h) relativement à un actif étranger donné (P) qui minimise la volatilité de cet actif exprimée selon la devise du pays de l'investisseur. L'équation semble complexe, certes, mais les conclusions mentionnées ci-dessous fournissent certains éclaircissements. Les unités $\sigma(P)$ et $\sigma(ER)$ représente respectivement la volatilité d'un actif (mesurée dans la devise locale de cet actif étranger) et celle du taux de change (unité de la devise du pays de l'investisseur divisée par l'unité de la devise étrangère), et l'unité ρ (P,ER) représente la corrélation entre les deux unités précédentes.

$$h = 1 + \rho\,(P, ER)\; x\; \frac{\sigma\,(P)}{\sigma\,(ER)}$$

Il est possible de tirer les conclusions suivantes au moyen de cette équation :

- Lorsqu'aucune tendance claire ne se dégage du comportement de la devise par rapport à celui de l'actif financier (la corrélation entre la valeur de l'actif et celle de la devise est presque nulle), une couverture totale (ou l'acquisition d'un produit offrant un programme de couverture) est recommandée;
- Lorsque la devise étrangère a tendance à s'apprécier (c'est-à-dire que la devise du pays de l'investisseur se déprécie) pendant que les actifs obtiennent de mauvais résultats, signifiant ainsi que la corrélation est inférieure à zéro et que la devise de l'investisseur est procyclique, une couverture minimale, voire inexistante, est recommandée;
- Lorsque la devise étrangère a tendance à se déprécier (c'est-à-dire que la devise du pays de l'investisseur s'apprécie) pendant que les actifs obtiennent de mauvais résultats, signifiant ainsi que la corrélation est supérieure à zéro et que la devise de l'investisseur est contracyclique, un ratio de couverture élevé, voire supérieur à un, est recommandé bien qu'il soit difficile de mettre en oeuvre une politique en ce sens dans la plupart des organisations;
- Lorsque la volatilité du portefeuille est beaucoup plus grande que la volatilité du taux de change, l'incidence de la corrélation sur le ratio de couverture est amplifiée.

En somme, il est permis de conclure que l'exposition aux actions internationales des investisseurs dont la devise est procyclique ne requiert pas une couverture importante (l'investisseur pourrait même en être dispensé), alors que l'exposition aux actions internationales des investisseurs dont la devise est contracyclique requiert une couverture importante. La figure suivante illustre la relation entre la volatilité d'un portefeuille et le degré de couverture du risque de change du point de vue d'un investisseur américain ou d'un investisseur canadien, dans différents marchés. Les résultats reposent sur des données recueillies pendant la période allant de 1991 à 2014.



La figure indique qu'un ratio de couverture presque nul est préférable pour un investisseur canadien qui investit sur le marché américain et qu'une couverture de 40 % aurait réduit la volatilité des placements sur le marché européen. À titre de comparaison, une couverture à 100 %, ou à près de 100 %, aurait été préférable pour un investisseur américain tant sur le marché canadien que sur le marché européen. Mais puisque les ratios de couverture optimaux sont habituellement instables, il est préférable d'accorder davantage d'importance aux principes généraux qu'aux résultats spécifiques.

L'économie américaine est la plus diversifiée du monde. Les investisseurs américains ont accès à une économie ayant une exposition équilibrée à la plupart des secteurs et sous-secteurs et à un large éventail de sociétés dans chacun des secteurs, et ils savent que la devise américaine tend à s'apprécier en périodes difficiles. L'économie canadienne est, quant à elle, moins diversifiée, et le secteur financier, le secteur énergétique et le secteur des matériaux dominent. Les investisseurs canadiens savent que la devise canadienne tend, quant à elle, à se déprécier en périodes difficiles. Somme toute, les investisseurs canadiens ont davantage besoin d'une exposition aux marchés étrangers et aux devises étrangères que les investisseurs américains. La diversité des actifs offerts sur les marchés financiers d'un pays et le statut de sa devise influe sur le degré d'exposition aux marchés étrangers et aux devises étrangères. Il est donc tout à fait logique que l'investisseur américain moyen ait une exposition aux marchés étrangers plus faible que l'investisseur canadien. Il est donc logique que cet investisseur américain ait besoin d'une couverture importante de cette exposition, et que l'investisseur canadien moyen n'en ait pas besoin – en tout cas, il n'a pas besoin d'une couverture aussi importante.

Déterminer le moment idéal pour la mise en oeuvre une telle approche représente, certes, tout un défi. Bien que la parité du pouvoir d'achat soit un indicateur peu représentatif des tendances futures d'une devise, en raison du nombre important d'éléments à prendre en considération pour l'évaluation d'une devise, un investisseur dont la devise est procyclique ne devrait pas couvrir le risque de change de ses placements internationaux si sa devise paraît fortement surévaluée; en revanche, il est particulièrement recommandé à un investisseur dont la devise est contracyclique de couvrir le risque de ses placements internationaux si sa devise semble fortement sous-évaluée. À tout le moins, il faut retenir qu'une opération visant à couvrir 50 % des actifs libellés en devises étrangères ne mène pratiquement jamais à un niveau de couverture neutre, peu importe la devise d'exposition choisie par l'investisseur.

CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

LES AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION

FAUT-IL PRIVILÉGIER LA GESTION ACTIVE OU LA GESTION PASSIVE?

3E

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

FAUT-IL PRIVILÉGIER LA GESTION ACTIVE OU LA GESTION PASSIVE?

Gestion active ou gestion passive des actifs? Voilà un débat qui dure depuis de nombreuses années et qui n'a pas fini de faire couler l'encre. Le nœud de la question est le suivant : Est-il possible d'obtenir de façon fiable des rendements supérieurs à ceux des indices de référence des marchés grâce à une forme de gestion active? Le présent document traite de plusieurs arguments à l'égard de la gestion active : tantôt pour, tantôt contre. Mais avant d'aborder cet aspect, il pourrait être utile d'expliquer la terminologie suivante : gestion indicielle, passive, quantitative et active.

INDICES PONDÉRÉS EN FONCTION DE LA CAPITALISATION

Les indices pondérés en fonction de la capitalisation sont le type d'indices boursiers le plus courant. Ces indices représentent la valeur au marché totale d'un segment du marché boursier (comme celui des actions de sociétés à grande capitalisation ou celui des titres à revenu fixe de qualité supérieure). La pondération de chaque titre qui compose un indice pondéré en fonction de la capitalisation est déterminée selon la valeur de sa capitalisation totale par rapport à celle de l'ensemble des titres qui composent l'indice. Par exemple, Apple Corp. avait une capitalisation boursière totale d'environ 677 milliards de dollars au 29 janvier 2015, alors que la valeur combinée de tous les titres qui composent l'indice S&P 500 était de 17 417 milliards de dollars. Ainsi, la pondération du titre d'Apple par rapport à l'indice S&P 500 était d'environ 3,89 %. Apple constituait, à cette date, la plus grande société de l'indice. La plus petite société avait une pondération d'environ 0,01 % et valait quelques milliards de dollars. Parmi les indices pondérés en fonction de la capitalisation figurent l'indice S&P 500, l'indice composé S&P/TSX et l'indice MSCI ACWI. Les indices pondérés en fonction de la capitalisation sont ceux qui offrent le reflet le plus fidèle du marché.

L'approche indicielle consiste à investir dans un produit qui a été conçu pour reproduire un indice le plus exactement

possible. Environ 40 % de l'ensemble des produits d'actions sont indexés sur des indices pondérés en fonction de la capitalisation (ou sont quasi indexés – un modèle de gestion appelé *benchmark-hugging*, en anglais –), ce qui veut dire que 60 % de l'ensemble des produits d'actions sont à gestion active. De nombreux produits, dont des fonds communs de placement ou des fonds négociés en bourse (FNB), sont conçus pour reproduire les indices pondérés en fonction de la capitalisation. L'un des arguments avancés pour justifier le placement dans des produits indiciels est le fait que leurs frais d'opération et de gestion sont plus bas que ceux d'autres produits. Un autre argument est que peu de gestionnaires qui utilisent l'approche active réussissent à obtenir des rendements à long terme supérieurs à ceux des indices de référence des marchés, après déduction des frais. Il a été démontré que les fonds communs de placement offrent en moyenne un rendement presque similaire à celui de leurs indices de référence, avant déduction des frais, et un rendement inférieur à celui de leurs indices de référence, après déduction des frais[1]. En fait, moins de 30 % des produits non indiciels et des gestionnaires qui utilisent une approche de gestion non indicielle réussissent à surpasser à long terme les indices pondérés en fonction de la capitalisation (sur cinq à dix ans, par exemple). Pourquoi? Voici les deux principales raisons.

La première, c'est qu'investir constitue en fait un jeu à somme nulle avant déduction des frais. Cela s'explique par le fait que tous les titres émis sur le marché doivent être détenus par des investisseurs (particuliers, caisses de retraite, fonds communs de placement, etc.). À titre d'exemple, si un titre comme celui d'Alphabet représente 2 % de la valeur de l'ensemble des titres disponibles sur le marché boursier et qu'un investisseur détient plus de 2 % d'Alphabet dans son portefeuille, il s'ensuit qu'un autre investisseur ou plusieurs investisseurs ensemble en détiendront moins de 2 % dans leur portefeuille. Il ne peut en être autrement, car la propriété totale des titres d'Alphabet doit correspondre à 2 % de la valeur totale des titres détenus par les investisseurs. Par conséquent, si Alphabet obtient un rendement supérieur à celui de son indice de référence et que vous détenez plus d'Alphabet que sa part du marché de 2 %, votre portefeuille générera un meilleure rendement que l'indice de référence (toutes choses étant égales par ailleurs). Toutefois, si vous détenez une plus grande proportion de titres d'Alphabet que n'en comporte l'indice de référence, il s'ensuit que d'autres investisseurs en détiendront moins et qu'ils obtiendront nécessairement un rendement inférieur à celui de l'indice de référence (toutes choses étant égales par ailleurs). Autrement dit, l'argument du jeu à somme nulle implique, abstraction faite des frais, que pour chaque investisseur dont le rendement dépasse de 1 $ celui de l'indice de référence, il y a un ou plusieurs investisseurs dont le rendement est inférieur de 1 $ à celui de l'indice de référence. La probabilité d'obtenir un rendement supérieur à celui de l'indice de référence est de 50 %. Ainsi, pour gagner au jeu de la gestion active, un gestionnaire doit non seulement être vraiment bon à ce jeu, mais il doit aussi être meilleur que la majorité des autres gestionnaires.

La deuxième raison, c'est que la gestion d'actifs n'est pas un service gratuit. En règle générale, la gestion active coûte plus cher que la gestion indicielle. Lorsque tous les frais sont considérés, un dollar de gain avant déduction des frais correspond à moins de un dollar de gain après déduction des frais; un dollar de perte avant déduction des frais correspond à plus de un dollar de perte après déduction des frais. Dès que les frais sont pris en considération, la gestion active n'est plus un jeu à somme nulle, c'est plutôt un jeu à somme négative. Ainsi, pour gagner au jeu de la gestion active, un gestionnaire doit non seulement être meilleur que les autres gestionnaires, mais il doit aussi réussir à générer des gains supérieurs à l'ensemble de ses frais.

Étant donné l'argument du jeu à somme nulle avant frais et le fait que les gestionnaires qui utilisent une approche de gestion active exigent généralement des frais plus élevés, la théorie de même que les données empiriques démontrent que moins de 30 % approximativement des fonds à gestion active obtiennent un rendement à long terme supérieur à celui d'un produit indiciel bon marché. Ce n'est pas une prévision, mais plutôt une réalité d'ordre structurel. Sachant qu'un investisseur a moins de trois chances sur dix de trouver le produit ou le gestionnaire gagnant sur des horizons de placement de cinq à dix ans, la vraie question devient la suivante : Est-il possible de déterminer d'avance les gestionnaires et les produits les plus susceptibles d'obtenir des rendements supérieurs à ceux des indices du marché? Avant de répondre à cette question, voici d'autres types de produits indiciels.

AUTRES INDICES

Par définition, les produits qui ne sont pas conçus en fonction de principes de capitalisation peuvent être considérés comme des produits à gestion active. Toutefois, il existe de nombreux produits qui suivent des indices non pondérés en

[1] Fama, Eugene F. et French, Kenneth R. « Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns », *The Journal of Finance*, 2010, vol. 65, p. 1915-1947.

fonction de la capitalisation. En principe, un indice résulte de trois critères : i) le critère d'admissibilité des titres qui le composent (comme les titres des 1 000 plus grandes sociétés, en fonction de la capitalisation); ii) le critère de pondération de chaque titre (comme l'utilisation du ratio de la capitalisation d'un titre comparée à la capitalisation totale de tous les titres admissibles); iii) le critère du rééquilibrage de la répartition à sa cible. Par exemple, le critère de répartition de l'indice S&P 500 Equal Weight correspond simplement au ratio de 1 sur *n* (soit le nombre de titres qui composent l'indice) et la proportionnalité est rééquilibrée à 1 sur *n* chaque trimestre. Il existe bon nombre d'autres règles de répartition, dont celles qui se fondent sur les éléments suivants :

- les mesures comptables, comme celles des ventes, de la valeur comptable, des flux de trésorerie, etc.;
- la valeur du dividende, le rendement de dividende et la croissance des dividendes;
- les mesures de facteurs de risque, comme celles du bêta au marché, du prix sur la valeur comptable, du momentum, etc.;
- les méthodes de diversification, comme celles de la faible volatilité ou de la diversification maximale.

Par exemple, l'indice S&P 500 Dividend Aristocrats mesure le rendement des sociétés de l'indice S&P 500 qui ont augmenté leurs dividendes chaque année au cours des 25 dernières années. Il traite chaque société qui le compose comme une occasion distincte d'investissement, sans tenir compte de la taille de la société; une pondération égale est attribuée à chacune. En règle générale, il semble qu'un processus d'assemblage de portefeuille se fait reconnaître comme un indice lorsque celui-ci est largement accepté ou créée par une institution reconnue. Le fait de porter le titre d'indice renforce sa réputation auprès des investisseurs, à juste titre ou non.

Les indices qui sont conçus en fonction de critères d'admissibilité et de répartition bien définis, et non en fonction de principes de pondération selon la capitalisation, visent généralement à mettre l'accent sur des expositions précises à des facteurs de risque autres que le risque propre au marché des actions. Ils visent notamment à mettre l'accent sur le risque propre aux primes de risque, tels valeur et momentum. Ces indices sont fondés sur des règles de constitution systématiques, bien comprises et bien définies, mais la structure et le rendement de ces indices différeront grandement de la structure et du rendement des indices pondérés en fonction de la capitalisation. Dans le présent document, l'appellation « indices à gestion passive » sera utilisée pour faire référence aux indices qui ne sont pas fondés sur des principes de capitalisation boursière et l'appellation « produits à gestion passive » pour faire référence aux produits qui suivent ces indices simplement parce que leurs règles de constitution commandent de le faire systématiquement. Du point de vue du rendement, il est cependant possible de conclure que les indices non pondérés en fonction de la capitalisation ainsi que les produits qui les suivent sont loin d'être des indices ou des produits à gestion passive. Ils représentent un « pari actif » contre le marché.

Il peut aussi s'avérer difficile de faire la différence entre un produit à gestion passive et un produit à gestion quantitative. C'est peut-être même peine perdue. La famille des produits d'actions à faible volatilité en est un exemple. Certains produits sont conçus selon une méthode d'échantillonnage qui exclut simplement les titres les plus risqués (comme une tranche de 30 % des titres les plus volatils), d'autres selon une méthode qui pondère les titres en fonction de l'inverse de leur volatilité (par l'attribution de pondérations relatives plus grande à des titres moins risqués et vice versa), et d'autres selon une méthode d'optimisation qui vise à atteindre statistiquement la plus faible volatilité. Est-ce que les deux premières méthodes sont à gestion passive et la troisième à gestion quantitative? Est-ce que toutes ces méthodes sont passives ou quantitatives? Cela a-t-il de l'importance?

GESTION ACTIVE

Les gestionnaires qui utilisent l'approche fondamentale, souvent appelés gestionnaires actifs, se fondent sur des études analytiques, des prévisions absolues ou relatives sur les rendements espérés ainsi que sur leur jugement et leur expérience pour prendre des décisions d'investissement se rapportant à la sélection des titres à acheter ou à vendre et à l'attribution des pondérations de chaque titre. Ce type de gestionnaire pratique habituellement une philosophie d'investissement précise et suit des méthodes d'investissement et d'analyse bien définies. À la différence des produits à gestion passive, qui peuvent généralement répliquer de façon exacte la composition de la structure du portefeuille par l'application d'une série de règles très précises, les gestionnaires qui ont recours à l'approche fondamentale se permettent de mettre à profit leurs compétences et leurs connaissances dans le cadre de l'élaboration de la composition et de la répartition d'actifs de leurs portefeuilles.

PRODUITS À GESTION PASSIVE ET GESTION ACTIVE

Si l'investisseur n'est pas convaincu de la capacité des produits à gestion active de produire des rendements supérieurs, après déduction des frais, à ceux d'un indice pondéré en fonction de la capitalisation, il pourra alors prendre la décision rationnelle d'acheter tout simplement les produits indiciels les plus abordables sur le marché auprès de sociétés fiables. De même, il peut vouloir investir dans des produits à gestion passive ou à gestion active abordables lorsqu'il recherche des caractéristiques précises de produits qui conviennent à ses besoins; par exemple, un produit qui génère un revenu courant élevé. Les incidences fiscales peuvent également influer sur le choix de produits particuliers.

Les produits à gestion passive (qui ne sont pas pondérés en fonction de la capitalisation) pourraient certes être considérés comme une forme de gestion active, même si les règles de constitution du portefeuille sont systématiques. Pour quelles raisons peut-on s'attendre à ce qu'un produit à gestion passive obtienne un rendement supérieur à celui l'indice pondéré en fonction de la capitalisation à long terme? D'abord, il faut reconnaître que les règles de répartition au sein de ces produits ne présument pas que nous ayons la capacité d'établir de façon explicite des prévisions de rendements espérés, c'est-à-dire de prévoir que l'action ou le secteur « A » obtiendra un rendement supérieur de 5 % à celui de l'action ou du secteur « B » au cours des 12 prochains mois. L'exercice de répartition des titres en fonction, par exemple, du principe de la pondération égale, du paiement de dividendes ou de la valeur comptable ne requiert pas d'établir de façon explicite des prévisions de rendements. Ainsi, les produits à gestion passive sont axés sur la diversification et visent à atteindre de façon implicite ou explicite des expositions précises à des facteurs de risque. Il s'agit donc plutôt de produits qui reposent sur l'établissement de prévisions implicites de rendements espérés, comme d'établir que les titres de valeur sont susceptibles à long terme d'obtenir de meilleurs rendements moyens que les titres de croissance ou encore que les titres dont le cours présente un momentum supérieur à celui d'autres titres sont susceptibles d'obtenir de meilleurs rendements. Tout cela est implicite.

Il n'y a actuellement pas de consensus sur la manière de classer les produits à gestion passive, mais voici une classification selon trois types de méthodes de diversification proposés Langlois et Lussier (2017)[2] :

- Les produits axés explicitement sur des primes de risque spécifiques – Ce sont, par exemple, des produits qui favorisent des expositions à des primes de risque, comme la prime liée au style valeur, à la faible capitalisation, au momentum positif et au faible beta.

- Les produits qui tentent d'éviter une faiblesse particulière des indices pondérés en fonction de la capitalisation – Les indices pondérés en fonction de la capitalisation ont recours au cours du titre de chaque société, pour déterminer la pondération du titre dans l'indice. Il est reconnu que la valeur attribuée par le marché à un titre est généralement erronnée relativement à sa valeur fondamentale réelle, qui est inconnue. Les marchés sont volatils, car les investisseurs ne cessent d'intégrer de nouveaux renseignements dans leur quête de la valeur fondamentale réelle (inconnue). Et l'incertitude crée de la volatilité. Toutefois, même s'il s'avère impossible de savoir si un titre est surévalué ou sous-évalué, il est raisonnable de supposer que s'il est en effet surévalué ou sous-évalué comparativement à d'autres, il sera nécessairement surpondéré (ou sous-pondéré) dans un indice pondéré en fonction de la capitalisation. La surévaluation (ou la sous-évaluation) relative d'un titre est fortement liée à sa surpondération (ou à sa sous-pondération) dans un indice pondéré en fonction de la capitalisation. Faire appel à des produits qui n'utilisent pas le cours d'un titre pour déterminer la pondération de ce titre dans l'indice pourrait permettre d'éviter cet écueil. Parmi ces produits, il y a ceux à pondération égale ($1/n$) et ceux qui utilisent des mesures comptables (comme la valeur comptable et les ventes) pour établir la répartition. Par exemple, il n'y a vraisemblablement aucun lien entre un mécanisme de pondération de $1/n$ et le niveau de surévaluation ou de sous-évaluation d'un titre.

- Les produits qui visent à mettre l'accent sur la faible volatilité ou sur d'autres principes de diversification efficiente – Ce sont des produits qui améliorent leur rendement composé à long terme au moyen d'une gestion efficiente de la volatilité. Deux exemples de tels concepts sont les produits à volatilité minimale et à diversification maximale.

Peu importe le type de produits, selon la classification présentée ci-dessus, tous s'exposent à un certain nombre de facteurs de risque. Les premiers sont conçus pour créer une exposition à des facteurs de risque précis et explicites

[2] Lussier, Jacques et Langlois, Hugues. *Rational Investing*, 2017, Columbia University Press, chap. 5.

(par exemple, un produit conçu pour offrir un biais en faveur des titres de valeur), alors que les deux autres créent une exposition implicite aux facteurs de risque. Un fonds de style valeur (le premier type) est exposé à la prime de risque propre à la valeur, puisque la méthode de constitution de ce type de fonds met spécifiquement l'accent sur les titres de sociétés se négociant à un prix avantageux, comme les titres de société qui ont de faibles ratios cours-valeur comptable. Il s'agit là d'un biais explicite.

Cependant, qu'en est-il d'un produit à faible volatilité conçu avec un optimiseur qui a recours principalement à l'information sur les rendements historiques? Il serait possible de démontrer qu'un tel produit s'expose aussi en règle générale à la prime de risque propre à la valeur, même si la méthode de constitution du portefeuille n'utilise pas de façon explicite l'information qui peut servir à catégoriser les titres de valeur ou de croissance. Autrement dit, la méthode d'optimisation met implicitement l'accent sur les titres de sociétés se négociant à un prix avantageux simplement parce que ces titres présentent généralement une volatilité moyenne plus faible que les titres de croissance. De la même façon, un produit à pondération égale met implicitement l'accent sur les titres de plus petites sociétés. Tout cela est implicite.

Il importe de reconnaître que, même s'il y avait accord sur l'efficience des principes sous-jacents mentionnés ci-dessus et sur leur capacité de produire des rendements à long terme supérieurs à ceux des indices pondérés en fonction de la capitalisation, l'écart de rendement (l'erreur de suivi) à court terme des produits à gestion passive par rapport aux indices traditionnels peut être important. Il se pourrait donc que ces modèles obtiennent des rendements nettement inférieurs à ceux des indices de référence reposant sur un critère de capitalisation pendant plusieurs années, même s'ils finissaient par obtenir des rendements à long terme supérieurs.

Les gestionnaires qui utilisent l'approche fondamentale s'affairent aussi à mettre en application au sein de leurs portefeuilles les méthodes de diversification mentionnées précédemment. Par exemple, un gestionnaire qui a recours à l'approche fondamentale et qui adopte un style valeur obtient une exposition au facteur valeur, tout comme le produit à gestion passive de style valeur y est exposé. Comme mentionné précédemment, les gestionnaires qui font appel à l'approche fondamentale ont également la possibilité de mettre à profit leur expérience et leurs attentes en matière de rendement dans le cadre de l'élaboration des portefeuilles. Cela n'infléchit toutefois en rien l'argument du jeu à somme nulle. Un gestionnaire qui intègre ses attentes en matière de rendement à son approche doit quand même être meilleur que la majorité des autres gestionnaires pour réussir à long terme. Toutefois, il n'y a encore aucune évidence que les gestionnaires appliquant une approche fondamentale de style valeur surperforment les produits passifs ayant également un biais valeur. Les deux types d'approches s'exposent à des facteurs de risque similaires.

LES FACTEURS PEUVENT EXPLIQUER LE RENDEMENT EXCÉDENTAIRE

Dans le document 3c, il a été démontré qu'il était possible de mesurer le rendement d'un facteur de risque. Il est donc possible d'expliquer à l'aide de ces mesures de facteurs de rendement comment et pourquoi un produit a fourni un rendement au cours de périodes passées. Le tableau qui suit présente le rendement d'un produit financier bien connu qui est analysé en utilisant soit le facteur de risque propre au marché des actions[3] seulement, soit les cinq facteurs mentionnés dans le document 3c. Selon l'approche utilisée, il est possible de conclure ce qui suit :

- Si seul le facteur de risque du marché des actions est utilisé, le bêta au marché est de près de 1, mais le gestionnaire a généré un alpha de 2,14 %;
- Si les cinq facteurs de risque sont utilisés, le bêta au marché demeure similaire, mais le produit a également une exposition à d'autres facteurs de risque, principalement au risque propre à la valeur. Cependant, une fois le rajustement effectué en fonction des expositions aux différents facteurs, l'alpha se trouve entièrement expliqué.

[3] Le facteur de risque propre au marché des actions représente le rendement excédentaire de tous les titres d'un ensemble donné de titres par rapport au taux sans risque.

	ALPHA	MARCHÉ DES ACTIONS	TAILLE DE LA SOCIÉTÉ	VALEUR	MOMENTUM	PRODUITS À BÊTA FAIBLE
Un facteur	2,14 %	0,99	-	-	-	-
Cinq facteurs	-0,23 %	1,01	-0,08	0,32	0,03	0,07

L'objectif de l'analyse des facteurs vise à mieux saisir les sources de rendement et de risque d'un produit donné ou d'un gestionnaire en particulier. De cette manière, l'investisseur est mieux outillé pour évaluer l'exposition au risque et déterminer si cet investissement convient à ses convictions en matière de placement et à son profil de risque.

Il est possible de se servir de cette analyse pour l'évaluation de l'ensemble des produits et des gestionnaires. Certains gestionnaires n'aiment pas cependant avoir à expliquer leurs rendements au moyen d'une approche fondée sur des facteurs; cela pourrait démystifier les sources de leurs rendements et les faire paraître moins exceptionnels.

Les produits indiciels pondérés en fonction de la capitalisation sont habituellement les produits d'investissement les plus abordables et il est possible d'investir dans la plupart de ceux-ci au moyen de FNB ou de fonds indiciels bon marché. C'est la meilleure approche d'investissement qui soit pour un investisseur qui ne croit pas en la possibilité d'obtenir des rendements supérieurs à ceux des indices de référence des marchés. En revanche, les produits qui sont gérés selon les approches de gestion passive et fondamentale représentent tous deux une forme de gestion active et ils comportent un risque important d'erreur de suivi. Dans le cas des produits à gestion passive, les attentes relatives à l'obtention de rendements supérieurs à ceux des indices de référence des marchés sont liées à la manière dont ils sont diversifiés et au fait qu'ils offrent, de façon explicite ou implicite, des expositions aux facteurs de risque. Les gestionnaires chevronnés qui utilisent l'approche fondamentale appliquent également des règles de diversification similaires, mais leur expérience et leurs attentes explicites en matière de rendement constituent un atout dans la balance. La principale question consiste à savoir si ces autres éléments contribuent à un meilleur rendement à long terme. Le débat n'est pas clos...

CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

LES AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION

LES MANIÈRES DE RÉÉQUILIBRER UN PORTEFEUILLE

3F

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

LES MANIÈRES DE RÉÉQUILIBRER UN PORTEFEUILLE

L'importance du processus de rééquilibrage a été abordée dans le document 3a. Le rééquilibrage est nécessaire afin de concrétiser les avantages de la diversification. Si les portefeuilles ne sont pas rééquilibrés, la répartition dérivera graduellement vers l'actif au meilleur rendement, qui est généralement l'actif le plus risqué. Ainsi, la volatilité d'un portefeuille qui n'est pas rééquilibré augmentera probablement au fil du temps, et ce portefeuille ne bénéficiera pas de l'effet d'une plus faible volatilité sur les rendements composés. Il existe de nombreux choix de méthodologie de rééquilibrage comme l'approche de calendrier, de seuil et l'approche fondée sur le risque. Ces méthodologies n'ont pas toutes la même efficience rendement-risque, quoique toute méthode devrait s'avérer meilleure que la stratégie d'achat et de conservation. En outre, l'efficience de la diversification repose en très grande partie sur la diversité des catégories d'actifs au sein du portefeuille. Le processus de rééquilibrage bénéficie davantage au portefeuille qui intègre un plus grand nombre de catégories d'actifs.

LES RENDEMENTS COMPOSÉS ET LE PROCESSUS DE RÉÉQUILIBRAGE

Dans le document 3a, il a été démontré que la volatilité entraîne une perte de rendement composé d'un portefeuille qui correspond à peu près à la moitié du carré de l'écart-type d'un actif. Autrement dit :

Rendement composé moyen ≅ Rendement périodique moyen – Volatilité^2/2

Cette relation comporte au moins deux hypothèses implicites. Premièrement, la volatilité est stable au fil du temps et, deuxièmement, cette relation implique que le portefeuille est continuellement rééquilibré. Manifestement, aucune de ces hypothèses n'est vraie. Les portefeuilles ne sont pas rééquilibrés continuellement et la volatilité est loin d'être stable. Par exemple, la volatilité des marchés est généralement d'une ampleur beaucoup plus grande dans une conjoncture économique difficile qu'en temps normal. Il est donc non seulement important de connaître les différentes formes de rééquilibrage de portefeuille, mais aussi la façon dont ces formes se comparent les unes aux autres. Ainsi, ce document n'a pas comme objectif de justifier le rééquilibrage (cet aspect a déjà été couvert), mais d'en établir l'incidence et de déterminer si certaines méthodologies de rééquilibrage peuvent être plus efficientes.

LE RÉÉQUILIBRAGE EN FONCTION DU CALENDRIER, DU SEUIL ET DU RISQUE

Dans le cas d'un portefeuille dont la cible de répartition est de 60 % en actions et de 40 % en obligations, et même s'il est initialement réparti ainsi, les rendements des marchés feront en sorte que la répartition véritable du portefeuille s'écarte de cette cible. Un rééquilibrage en fonction du calendrier vise à rééquilibrer le portefeuille en l'orientant vers la cible à intervalles réguliers, comme mensuellement, trimestriellement ou annuellement. Il y a rééquilibrage en fonction du seuil seulement lorsque la véritable répartition du portefeuille s'écarte à un certain point de la cible 60/40. Par exemple, il peut y avoir rééquilibrage automatique si l'élément titres à revenu fixe s'écarte de plus de 10 % de sa valeur cible de 40 % (soit sous 36 % ou au-delà de 44 %). Dans les deux cas, lorsqu'il y a rééquilibrage, le portefeuille peut être rééquilibré exactement à la cible à long terme ou suivant une bande de tolérance afin de réduire le roulement des titres en portefeuille. Par exemple, si la bande de tolérance relative aux titres à revenu fixe se situe entre 38 % et 42 %, le portefeuille est rééquilibré en vue d'atteindre 38 % de titres à revenu fixe si la proportion est inférieure à 36 % et en vue d'atteindre 42 % si elle excède 44 %.

Le rééquilibrage en fonction du risque est plus complexe. Tel qu'il a été indiqué, la volatilité d'un portefeuille n'est pas stable au fil du temps. Par exemple, la méthodologie du rééquilibrage en fonction du risque peut nécessiter la mise en œuvre d'une répartition comportant la même volatilité à court terme que la volatilité moyenne à long terme d'un portefeuille 60/40. Si on présume que la volatilité à long terme moyenne d'un portefeuille 60/40 est de 9 % et si la volatilité à court terme d'un portefeuille 60/40 est supérieure à 9 % en raison d'une brusque hausse de la volatilité des actions, le rééquilibrage en fonction du risque se traduit par une réduction de la proportion d'actions afin de maintenir la constance du niveau de volatilité. Comme pour le rééquilibrage en fonction du calendrier et en fonction du seuil, une bande de tolérance de la volatilité peut aussi être appliquée de manière à tolérer la répartition courante dans la mesure où la volatilité du portefeuille continue de se situer entre, par exemple, 8 % et 10 %.

LES MÉTHODOLOGIES DE RÉÉQUILIBRAGE ET LE RENDEMENT

Lussier (2013)[1] a effectué une analyse approfondie de la plupart des méthodologies de rééquilibrage documentées dans les textes en la matière, et a ainsi comparé l'efficience de chacune d'elles dans des contextes de portefeuille similaires. Les analyses ont porté sur les trois types de méthodologie qui ont été évalués selon différentes cibles de portefeuille (allant de 40/60 à 80/20), différents intervalles de rééquilibrage (hebdomadaire jusqu'aux deux ans), différentes mesures de seuil, deux cibles de rééquilibrage (suivant la cible et suivant une bande de tolérance) et deux types de portefeuille (un portefeuille simple fondé uniquement sur l'indice S&P 500 et sur les obligations du Trésor et un portefeuille plus diversifié contenant des actions américaines et internationales de même que des actions à petite capitalisation et des matières premières). L'étude a été menée sur une période de trente ans. Les résultats de toutes les méthodologies ont été comparés à une approche standard de rééquilibrage mensuel en fonction du calendrier. Les principales conclusions sont compatibles avec les résultats de la plupart des autres études.

- Selon l'approche du calendrier, les rendements excédentaires les plus importants ont été réalisés au moyen d'un rééquilibrage semestriel, quoique le rééquilibrage trimestriel et le rééquilibrage annuel aient aussi produit de bons résultats. Cependant, le gain réalisé par rapport à un rééquilibrage mensuel standard est plus important pour un portefeuille plus diversifié que pour un portefeuille ne comportant que quelques catégories d'actifs. Des gains annuels de 10 à 15 points de base ont été observés en moyenne.

- La méthodologie du seuil appliquée en fonction d'un seuil de tolérance d'environ 20 % à 25 % (rééquilibrage déclenché lorsque l'un des éléments constitutifs du portefeuille s'écarte de sa répartition cible de plus de 20 % à 25 %) a rapporté de meilleurs résultats, avec des rendements excédentaires moyens d'environ 20 à 35 points de base en moyenne.

- Une stratégie de volatilité contrôlée consistant à cibler la volatilité à long terme moyenne de la répartition cible a rapporté des résultats encore meilleurs même si elle est manifestement plus difficile à mettre en œuvre.

[1] Lussier, Jacques. *Successful Investing Is a Process*, Wiley-Bloomberg Press, 2013, p. 170 à 179.

Un portefeuille bénéficiant d'une plus grande diversification des catégories d'actifs peut s'attendre à des gains encore plus marqués. Jusqu'à un certain point, ces résultats ne surprennent pas. Nous savons que lorsqu'une catégorie d'actifs bénéficie d'un contexte favorable, l'élan des cours de cette catégorie d'actifs peut durer plusieurs trimestres. Par exemple, lorsque les actions produisent des rendements supérieurs ou inférieurs à ceux des titres à revenu fixe ou lorsque les actions américaines produisent des rendements supérieurs ou inférieurs à ceux des actions internationales, cette tendance relative du rendement dure généralement plusieurs trimestres, voire des années, même s'il est difficile d'en prévoir la durée. Un rééquilibrage trop fréquent cause le risque de vente d'actifs en hausse ou d'achat d'actifs en baisse trop rapidement. Par ailleurs, si le rééquilibrage se fait trop attendre, un actif en hausse pourrait devenir moins recherché, engendrant la perte des gains enregistrés auparavant. De même, une méthodologie en fonction du risque a rapporté de meilleurs résultats parce que la gestion du risque total d'un portefeuille entraîne un risque à long terme plus stable et une moins grande volatilité faisant obstacle aux rendements composés. De plus, la gestion de la volatilité ou même le plafonnement de la volatilité d'un portefeuille à un niveau maximal protège parfois le portefeuille contre les rendements défavorables généralement observés pendant les périodes d'extrême volatilité.

LE RÉÉQUILIBRAGE ET LE RISQUE

Augmente-t-on le risque du portefeuille en cas de rééquilibrage moins fréquent? Même si l'absence totale de rééquilibrage fait généralement dériver la répartition du portefeuille vers l'actif le plus risqué, il a été démontré que le rééquilibrage en fonction de la méthodologie du calendrier, chaque trimestre ou même chaque année, ne fait pas augmenter le risque. Cela s'explique de façon instinctive. Prenons l'exemple d'un marché boursier défavorable. Si le marché boursier perd de la valeur et qu'il y a rééquilibrage chaque jour ou chaque mois, il faut continuellement acheter des actions pour rétablir le portefeuille vers sa répartition cible. Toutefois, un rééquilibrage moins fréquent permet au portefeuille de conserver une proportion plus faible d'actifs en baisse jusqu'au rééquilibrage, un trimestre ou un semestre plus tard. Cela pourrait en réalité faire diminuer considérablement le risque si les actions dégringolent et la volatilité est élevée. Par ailleurs, si la valeur des actions augmente, cela permet la hausse de la proportion d'actions, de sorte que sur le plan conceptuel, le risque pour le portefeuille augmente. Cependant, la volatilité est souvent moindre lorsque les marchés boursiers augmentent de valeur, ce qui signifie que nous tolérons une allocation plus importante aux actions en circonstances de marchés boursiers plus stables. Dans la mesure où l'intervalle de rééquilibrage n'est pas trop important, rien n'indique qu'un intervalle de rééquilibrage plus long, comme trois à douze mois, est plus risqué qu'un intervalle mensuel.

Le rééquilibrage fait augmenter les rendements composés en permettant le fonctionnement du processus de diversification. Cependant, il existe de nombreuses méthodologies de rééquilibrage et les analyses empiriques démontrent que certaines peuvent offrir des rendements excédentaires supérieurs sans nécessairement faire augmenter le risque. Dans le cas du rééquilibrage en fonction du calendrier, il a été démontré que des intervalles de rééquilibrage trimestriels et annuels étaient plus efficients en moyenne que le rééquilibrage mensuel, tandis que le rééquilibrage en fonction du seuil peut procurer des résultats encore meilleurs. Enfin, le rééquilibrage en fonction du risque semble constituer la méthodologie la plus efficiente même si elle est plus complexe à mettre en œuvre. La plupart des investisseurs seraient bien avisés de mettre en œuvre un rééquilibrage en fonction d'un calendrier rigoureux pour ensuite analyser d'autres méthodologies.

CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

QUESTIONS TOUCHANT LES AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION

L'INCIDENCE DES FRAIS

4A

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

L'INCIDENCE DES FRAIS

Il est vrai qu'un processus d'investissement réussi nécessite une bonne planification et des produits de placement efficients, mais il faut demeurer diligent en ce qui concerne les frais globaux exigés aux investisseurs. Les frais ont une incidence extrêmement importante sur le bien-être financier des investisseurs. Il existe au moins trois formes de frais : frais de gestion de produits, autres frais de produits (comme les frais d'opération et de garde, moins transparents pour les investisseurs) de même que les honoraires de services-conseils. Parfois, ces honoraires et les frais de gestion de produits sont regroupés comme ça l'est dans les fonds communs de placement canadiens.

LES MATHÉMATIQUES DES FRAIS

Examinons d'abord un seul scénario. L'investisseur économise 1 000 $ par année pendant 30 ans et réalise un taux de rendement annuel de 6 %. En l'absence de frais, la valeur cumulative finale du portefeuille s'établira à 83 802 $, dont 30 000 $ proviennent des cotisations (30 x 1 000 $) et 53 802 $ proviennent du revenu composé tiré du rendement. Si les frais annuels totaux étaient de 2,5 % (certains investisseurs payent consciemment ou inconsciemment jusqu'à 2,5 % en frais annuels totaux, et parfois certains investisseurs payent un pourcentage plus élevé), le revenu composé total serait de seulement 23 429 $. Ainsi, 30 373 $ (53 802 $ - 23 429 $), soit 57 % de tout le revenu gagné, auraient été versés à titre de frais. Certains frais sont inévitables, mais compte tenu de l'incertitude du rendement brut et de la certitude des frais, les investisseurs doivent éviter d'en payer davantage que nécessaire.

Examinons maintenant plusieurs scénarios. Un portefeuille produit un rendement annuel de 3 % ou de 6 % sur une période de dix, vingt ou trente ans. L'investisseur investit 1 000 $ par année. Les frais annuels totaux varient de 0,5 % à 2,5 %. Les deux tableaux suivants indiquent le patrimoine total qui aurait été accumulé à la fin de la période d'investissement sans frais, la portion de ce patrimoine total attribuée au revenu de placement composé ainsi que la partie de ce revenu qui reste après déduction des frais selon le pourcentage de frais appliqué.

FAIBLE RENDEMENT = 3 % ANNUELLEMENT			REVENU GAGNÉ APRÈS FRAIS DE :				
Période	Patrimoine total	Revenu gagné	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %
10 ans	11 808 $	1 808 $	1 483 $	1 169 $	863 $	567 $	279 $
20 ans	27 676 $	7 676 $	6 183 $	4 783 $	3 471 $	2 239 $	1 084 $
30 ans	49 003 $	19 003 $	15 000 $	11 379 $	8 102 $	5 133 $	2 441 $

RENDEMENT ÉLEVÉ = 6 % ANNUELLEMENT			REVENU GAGNÉ APRÈS FRAIS DE :				
Période	Patrimoine total	Revenu gagné	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %
10 ans	13 972 $	3 972 $	3 583 $	3 207 $	2 841 $	2 486 $	2 142 $
20 ans	38 993 $	18 993 $	16 786 $	14 719 $	12 783 $	10 969 $	9 269 $
30 ans	83 802 $	53 802 $	46 419 $	39 761 $	33 752 $	28 328 $	23 429 $

On peut tirer quelques conclusions évidentes à partir de ces deux tableaux :

- Dans un contexte de faible rendement, les frais peuvent représenter une partie très importante du revenu gagné. Par exemple, avec un rendement de 3 %, une période de 30 ans et des frais annuels de 2,5 %, les frais équivaudraient à 87 % du revenu brut [(19 003 $ - 2 441 $) / 19 003 $].
- Même avec un rendement plus élevé, de 6 % par exemple, les frais équivaudraient à plus de la moitié (57 %) du revenu brut. Les frais réduisent la capacité d'un portefeuille de composer les rendements.

Soyons réalistes. Les investisseurs ne peuvent pas entièrement éviter de payer des frais, et la plupart des investisseurs ont besoin de services-conseils (cet aspect sera abordé dans le document 5a). Ils ne devraient pas en payer trop, malgré tout. Prenons le cas d'une période de trente ans et d'un rendement de 6 %. Présumons que l'investisseur paye des frais totaux de 1 % plutôt que de 2 %. Tenons aussi pour acquis que le rendement brut (6 %) n'est pas touché par le montant des frais versés. Comme évoqué dans le document 3e, l'investissement est un jeu à somme nulle avant déduction des frais et l'investisseur typique obtient un rendement similaire à celui du marché avant déduction des frais. Ainsi, le scénario hypothétique le plus rationnel pour l'investisseur moyen consiste à présumer que le rendement avant déduction des frais sera similaire à celui du marché, peu importe le pourcentage des frais annuels qui est appliqué. Avec un rendement brut de 6 % dans les deux scénarios de frais, l'investisseur aurait accumulé un capital total de 69 761 $ à la fin de la période si les frais s'établissaient à 1,0 % (30 000 $ de cotisations et 39 761 $ de revenus composés) plutôt que 58 328 $ si les frais étaient de 2,0 %, soit une différence de 19,6 %.

Quelle est l'importance d'une différence de 19,6 %? Le revenu que les investisseurs peuvent prélever de leurs économies à la retraite est assez proportionnel à la valeur des actifs qu'ils ont accumulée. Il est donc possible de conclure que si les actifs dans un scénario de frais totaux de 1,0 % ont une valeur supérieure de 19,6 % à celle des actifs dans un scénario de frais de 2,0 %, le revenu annuel à la retraite pourrait être au moins 19,6 % plus élevé. C'est considérable. En outre, à la retraite, des frais plus élevés épuiseront également le revenu tiré du portefeuille, ce qui pourrait accentuer le recul du revenu prévu pendant la retraite.

EN QUOI CONSISTE UN POURCENTAGE RAISONNABLE DE FRAIS?

L'éventail des frais que versent les investisseurs varie grandement. Par exemple, à l'extrémité inférieure, des conseillers entièrement numériques (conseillers robots) coûtent globalement en frais de 0,25 % à 0,50 % par année environ. Toutefois, les services de planification de placement et les indications données aux investisseurs par de tels systèmes sont généralement limités. À l'extrémité supérieure de l'éventail des frais, certains investisseurs payent consciemment ou non des frais globaux d'au moins 2,5 % par année, mais ils n'obtiennent pas nécessairement des résultats de placement supérieurs, même avant déduction des frais. Dans cet éventail, il existe plusieurs possibilités. Il existe des plate-formes de gestion de patrimoine numériques, mais aidées par un conseiller (généralement aux États-Unis) qui coûtent moins de 1,0 % en frais globaux et qui offrent des conseils financiers, ce que les conseillers entièrement numériques n'offrent pas, et permettent un placement direct dans les actions de sociétés distinctes. Plusieurs plate-formes se limitent à investir en fonds négociés en bourse. Certains cabinets de services-conseils offrent une excellente planification de placement aux investisseurs aisés, parfois pour moins de 1,0 % globalement. Ce sont les investisseurs qui ne disposent pas de millions de dollars d'actifs dont il faut se préoccuper. Ces investisseurs risquent de payer trop cher et bon nombre d'entre eux ont néanmoins besoin d'une planification financière professionnelle.

Les études révèlent continuellement que l'investisseur moyen obtient de mauvais résultats lorsqu'il investit à lui seul, soit un résultat bien pire qu'un portefeuille équilibré composé à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe rééquilibré à intervalles fixes. Les investisseurs moyens se laissent souvent guider par les émotions lorsqu'ils prennent des décisions, notamment quant au moment d'acheter et de vendre des titres. Comme il est mentionné plus loin, l'un des principaux rôles des conseillers consiste à aider les investisseurs à gérer leurs propres émotions et craintes afin d'établir un bon plan financier et à le respecter. Les indications et les paroles rassurantes d'un bon conseiller comportent une valeur financière considérable. En fait, dans le document 5c, nous tenterons d'estimer la valeur des services-conseils en estimant le coût potentiel à long terme (pour l'investisseur moyen) d'investir sans bénéficier de conseils et d'indications appropriés.

Les investisseurs méritent également que les frais versés soient clairement mentionnés. C'est seulement à ce moment-là que les investisseurs peuvent convenablement comparer les coûts et avantages de certains modes de placement et d'une planification financière personnalisée. Il faut à tout le moins informer les investisseurs de ce qui suit :

- Le coût des services-conseils.
- Le coût des services de gestion d'actifs. Quel est-il comparativement à d'autres possibilités?
- Le total de tous les autres coûts intégrés aux produits financiers (opération, garde de valeurs, émission, audit, etc.).
- Y a-t-il des frais d'achat ou de vente de produits financiers? Il faut les examiner avec encore plus d'attention.

Les frais ne peuvent pas être entièrement évités. Selon les textes en la matière, rien n'indique que des frais de gestion de portefeuille plus élevés mènent à des rendements bruts plus élevés sur les investissements. En outre, il existe de vastes écarts de frais pour les produits financiers, et l'incidence cumulative des frais sur l'accumulation du patrimoine est considérable. Les investisseurs doivent donc savoir combien ils payent en frais de produits et être en mesure de comparer ces frais avec d'autres possibilités. Toutes autres choses étant égales, les conseillers devraient trouver les produits les moins coûteux pour leurs clients. Les investisseurs doivent aussi mieux comprendre la valeur et l'objet des services-conseils (cet aspect sera abordé dans le document 5a).

CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

QUESTIONS TOUCHANT LES AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION

L'INCIDENCE DES IMPÔTS

4B

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

L'INCIDENCE DES IMPÔTS

Comme les frais, les impôts réduisent les rendements nets des investisseurs ainsi que leur patrimoine composé. Différentes sources de rendement, comme les intérêts, les dividendes canadiens (et étrangers) et les gains en capital peuvent être imposés différemment, ce qui influe sur l'attrait relatif des produits financiers. En outre, dans certains pays, le revenu tiré d'instruments de placement particuliers est exonéré d'impôt, comme celui tiré de titres de municipalités aux États-Unis. Le placement d'actifs financiers dans certains programmes parrainés par l'État peut aussi avoir une incidence sur le fardeau fiscal global. Par exemple, plusieurs gouvernements ont mis en place des programmes avec exonération et report d'impôt pour promouvoir l'épargne, à savoir les régimes d'épargne-études au profit des enfants et les régimes d'épargne-retraite. L'imposition touche les rendements nets et le risque. Elle a donc une influence sur le choix des produits de même que sur la répartition des actifs.

L'INCIDENCE GLOBALE DES IMPÔTS ET DES FRAIS SUR LES RENDEMENTS

Examinons un placement dans des titres à revenu fixe rapportant 3,0 % avant déduction des frais de gestion et des impôts. Laissons de côté, pour le moment, la possibilité de gains ou de pertes en capital. Prenons aussi deux scénarios de frais de gestion d'actifs (0,30 % et 1 %) et deux scénarios d'imposition (non imposable et imposable à 40 %). Le tableau suivant indique le rendement annuel moyen après déduction des impôts et des frais de même que la valeur cumulative d'un placement annuel de 1 000 $ sur des périodes de 10, 20 et 30 ans.

	CAPITAL TOTAL			
	FRAIS = 0,30 %		FRAIS = 1,00 %	
	Non imposable	Imposable	Non imposable	Imposable
Rendement net	2,70 %	1,62 %	2,00 %	1,20 %
10 ans	11 612 $	10 936 $	11 169 $	10 684 $
20 ans	26 769 $	23 778 $	24 783 $	22 722 $
30 ans	46 553 $	38 859 $	41 379 $	36 285 $

Les impôts amputent davantage l'accumulation du capital, mais réduisent aussi l'incidence nette des frais *dans la mesure où tous les frais sont déductibles d'impôt*. Par exemple, même si la différence entre les frais de 0,30 % et les frais de 1,00 % est de 0,70 % avant impôt, elle n'est que de 0,42 % après impôt (0,70 % x (1-40 %)).

De plus, cet exemple révèle l'importance de la gestion des impôts et des frais. Le revenu gagné dans le cas d'un scénario à frais moins élevés et à exonération d'impôt est de loin supérieur au revenu gagné dans un scénario à frais plus élevés avec imposition. Par exemple, dans le cas de la période de 30 ans, le revenu gagné s'établit à 16 553 $ (46 553 $ - (30 x 1 000 $)) pour le scénario le plus favorable, tandis qu'il n'est que de 6 285 $ pour le scénario le moins favorable.

LES SOURCES DE REVENU ET L'INCIDENCE DES IMPÔTS

La plupart des pays imposent différemment les sources de rendement du capital investi. Prenons l'exemple des lois fiscales américaines et canadiennes aux fins d'illustration. Ces lois fiscales comportent certains éléments communs de politiques fiscales, mais il y a aussi des différences. Manifestement, la réalité est parfois beaucoup plus complexe.

SOURCES DE REVENU	ÉTATS-UNIS	CANADA
Intérêts	Taux d'imposition ordinaire, sauf pour les intérêts des titres de municipalités qui sont exonérées d'impôt.	Taux d'imposition ordinaire.
Dividendes canadiens admissibles	Taux d'imposition plus bas que celui du revenu en intérêts.	Taux d'imposition plus bas grâce à un crédit d'impôt conçu pour gérer l'effet de la double imposition (de l'entreprise et du particulier).
Dividendes étrangers	Taux d'imposition ordinaire.	Taux d'imposition ordinaire.
Gains en capital	Taux d'imposition ordinaire, s'ils sont réalisés dans un délai d'un an; Taux d'imposition plus bas, s'ils sont réalisés après un an.	Imposition à 50 % du taux d'imposition ordinaire. Aucune restriction quant au moment, sauf si le volume d'opérations est inhabituellement élevé.
Pertes en capital	Déduction possible sur des gains courants et futurs et sur certains types de revenus courants.	Déduction possible sur des gains courants, des gains futurs et des gains réalisés au cours des trois années d'imposition précédentes.

Il faut aussi tenir compte d'une autre considération importante : les retenues à la source. Bon nombre de pays assujettissent à l'impôt les dividendes versés aux investisseurs étrangers. En vertu de la convention fiscale entre le Canada et les États-Unis, la retenue à la source applicable aux dividendes s'établit à 15 % dans les deux pays. En principe, si le taux de dividendes est de 2 %, une retenue de 15 % se traduit par une perte d'environ 0,30 % du rendement. Toutefois, il est souvent possible de récupérer les retenues à la source en réclamant un crédit d'impôt pour compenser les impôts étrangers dans un compte imposable (mais ces retenues à la source peuvent être inapplicables dans certains cas si les pays ont conclu une convention fiscale couvrant ces situations). Toutefois, les choses peuvent devenir très compliquées, voire déroutantes. Le montant net de retenues à la source sur les titres étrangers peut différer en fonction du type d'instrument utilisé (comme le placement direct dans des titres, des FNB inscrits à la cote d'une bourse locale ou des fonds communs de placement qui détiennent directement des titres, les FNB inscrits à la cote d'une bourse étrangère, les FNB inscrits à la cote d'une bourse locale qui peuvent investir dans des FNB inscrits à la cote d'une bourse étrangère, les FNB inscrits à la cote d'une bourse étrangère qui peuvent investir dans des titres étrangers, etc.) et en fonction de la localisation de ces actifs sont placés (dans des comptes imposables, avec report d'impôt ou avec exonération d'impôt). De façon générale, il est préférable d'éviter d'acheter des FNB locaux qui investissent dans des FNB inscrits à la cote d'une bourse étrangère qui détiennent des titres internationaux. Dans de tels cas, certaines retenues à la source ne seront pas nécessairement récupérables ni évitées. Toutefois, étonnement, il est très difficile de trouver un texte exhaustif sur cette question.

Se pose, finalement, la question de la déduction des frais aux fins fiscales (dans les comptes imposables). Encore une fois, les choses peuvent devenir assez compliquées. À titre d'illustration, tenons pour acquis que les frais réduisent la distribution en espèces imposable des revenus d'intérêts et de dividendes dans les fonds communs de placement et les FNB et que la distribution de revenus suffit pour couvrir ces dépenses.[1]

Prenons maintenant le scénario suivant où le taux d'imposition ordinaire est de 40 %, tandis que les taux d'imposition sur les dividendes canadiens admissibles et les gains en capital sont tous deux de 20 %. Supposons également que les rendements annuels prévus des titres à revenu fixe et des actions (canadiennes et internationales) sont respectivement de 3,0 % et de 7,0 % (2,0 % pour les dividendes et 5,0 % pour les gains en capital). Quel serait le rendement net dans tous les contextes possibles? Pour l'instant, présumons que les gains en capital sont réalisés et imposés annuellement. Cette hypothèse sera atténuée plus loin. Les frais afférents aux produits financiers varient considérablement mais, avec l'avènement des fonds négociés en bourse, les produits d'actions ne sont pas nécessairement assortis de frais plus élevés que les produits de titres à revenu fixe, ils sont même souvent plus bas en réalité. Dans tous les cas, les frais totaux correspondent à 1,00 %.

	TITRES À REVENU FIXE	ACTIONS CANADIENNES	ACTIONS ÉTRANGÈRES
Intérêts/Dividendes	3,00 %	2,00 %	2,00 %
Hypothèse de gain en capital	-	5,00 %	5,00 %
Rendement brut	**3,00 %**	**7,00 %**	**7,00 %**
Frais	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Rendement net	2,00 %	6,00 %	6,00 %
Impôts payés	0,80 %	1,20 %	1,40 %
Rendement net après impôt	**1,20 %**	**4,80 %**	**4,60 %**
Impôt en % du rendement net	**40 %**	**20 %**	**23 %**

[1] Aux États-Unis, les frais de gestion de placement versés hors d'un fonds sont déductibles, mais seulement au-delà d'un seuil de 2 % du revenu brut ajusté des déductions diverses énumérées à l'annexe A. Au Canada, il n'existe pas de tel seuil, mais le pourcentage des frais doit être raisonnable.

Malgré les taux d'imposition plus bas sur les dividendes et sur les gains en capital canadiens, les impôts que l'on doit s'attendre à payer sur les actions canadiennes sont plus élevés que ceux versés sur le revenu en intérêts en raison du rendement prévu plus élevé. Naturellement, différentes hypothèses de rendement et différents taux d'imposition pourraient mener à une autre conclusion.

IMPÔTS ET VÉHICULE DE PLACEMENT DES ACTIFS

Les actifs financiers peuvent être détenus dans des comptes imposables, dans des comptes exonérés d'impôt (Roth IRA aux États-Unis et CELI au Canada) ou dans des comptes à report d'impôt (IRA aux États-Unis et REER au Canada). Un compte à exonération d'impôt permet l'accumulation et le retrait éventuel du capital accumulé sans incidence fiscale. Un compte à report d'impôt indique que toute contribution fiscale est déductible au taux d'imposition ordinaire en vigueur au moment de la contribution, tandis que le retrait futur sera imposé au taux d'imposition ordinaire en vigueur au moment du retrait. Le rendement du capital investi s'accumule en franchise d'impôt. Ainsi, tant dans les comptes à exonération d'impôt que dans les comptes à report d'impôt, le rendement du capital investi s'accumule en franchise d'impôt. La différence réside dans ce qui se produit au moment où un apport en capital est effectué et au moment où du capital est retiré. Encore une fois, prenons un taux d'imposition stable de 40 % et une cotisation annuelle de 1 000 $ pendant trente ans à un compte de report d'impôt affecté à un portefeuille d'actions canadiennes comme indiqué ci-dessus.

Dans ce cas, la cotisation de 1 000 $ faite chaque année ne coûtera à l'investisseur que 600 $ après impôt, car il recevra un remboursement d'impôt de 400 $. Présumons que l'investisseur a le choix entre affecter 1 000 $ au compte à report d'impôt ou 600 $ au compte à exonération d'impôt puisque le coût net pour le particulier est essentiellement le même. Après trente ans, dans la mesure où le rendement net équivaut à 6,0 % et que les taux d'imposition sont demeurés les mêmes, le capital accumulé dans les deux comptes serait le suivant :

	REPORT D'IMPÔT	EXONÉRATION D'IMPÔT
Investissement annuel	1 000 $ avant le remboursement d'impôt	600 $
Valeur dans 30 ans à 6,0 %	83 803 $	50 281 $
Valeur après impôt dans 30 ans	**50 281 $**	**50 281 $**

Le capital accumulé avant impôt est beaucoup plus élevé dans un compte à report d'impôt que dans un compte à exonération d'impôt. Toutefois, si on présume que le taux d'imposition dans trente ans sera le même qu'aujourd'hui, les deux comptes jouissent du même pouvoir d'achat parce que si on retire du capital du compte à report d'impôt, il sera imposé à 40 %. On peut donc conclure que les deux s'équivalent généralement dans la mesure où le taux d'imposition à la retraite est similaire.

En outre, les deux possibilités sont préférables à un compte imposable. Par exemple, si on suppose que le rendement net après impôt s'établit à 4,80 %, il est possible de démontrer qu'il faut un investissement annuel de 747,30 $ pour obtenir la même valeur après impôt après trente ans. Il s'agit de 147,30 $ de plus que ce qui serait nécessaire pour un compte à report d'impôt ou à exonération d'impôt. Autrement dit, le même niveau de vie est atteint malgré un investissement inférieur de 19,7 % par année! Il vaut vraiment la peine de maximiser l'utilisation des comptes à exonération d'impôt ou des comptes à report d'impôt avant d'investir par l'intermédiaire d'un compte imposable.[2]

AUTRES INCIDENCES FISCALES

Les investisseurs devraient d'abord maximiser le recours aux comptes à exonération d'impôt ou à report d'impôt. L'investisseur qui évite les impôts peut obtenir le même

[2] Le montant véritable serait légèrement moindre étant donné que les gains en capital ne seraient pas entièrement imposés sur une base annuelle.

patrimoine final avec un risque bien moindre ou un patrimoine beaucoup plus important au même niveau de risque.

Si les investisseurs détiennent un portefeuille diversifié de titres à revenu fixe, d'actions canadiennes et d'actions étrangères, il ne faut pas être indifférent quant au véhicule de placement des actifs financiers. Traditionnellement, il est conseillé de placer les titres à revenu fixe dans des comptes non imposables en premier (à report ou à exonération d'impôt) en raison du taux d'imposition plus élevé sur le revenu en intérêts. Toutefois, la réponse exacte est liée :

- aux revenus et aux gains en capital prévus sur différentes catégories d'actifs et différents produits;
- aux taux d'imposition qui s'appliquent à chaque investisseur pour différentes sources de revenu;
- aux instruments de placement utilisés, au placement de ces instruments (dans des comptes imposables ou non imposables ou à report d'impôt) et à l'influence de ces facteurs sur les retenues à la source sur les actifs étrangers;
- au roulement annuel prévu des titres dans les différents portefeuilles (c.-à-d., la vitesse à laquelle les gains en capital seront imposés).

Par exemple, contrairement à ce qu'on croit généralement, dans un contexte de taux d'intérêt très faibles, l'investisseur pourrait avoir avantage à placer les actions locales dans un compte non imposable, et ce, pour deux raisons :

- Premièrement, le montant d'impôt total versé par dollar d'actifs pourrait être encore plus élevé sur les actions en raison des rendements plus élevés prévus même si les taux d'imposition sont plus faibles sur les dividendes et les gains en capital canadiens que sur le revenu en intérêts.
- Deuxièmement, il faut se souvenir que l'effet composé des rendements périodiques est proportionnellement plus puissant lorsque le rendement prévu (après ajustement fiscal) est plus élevé. Par exemple, sur un portefeuille composé à 50 % d'actions et à 50 % de titres à revenu fixe, il est préférable de composer les rendements à 6 % sur les actions et à 2 % sur les titres à revenu fixe que de les composer à 5 % sur les actions et à 3 % sur les titres à revenu fixe. L'argument voulant que l'on détienne des actions dans le compte non taxable en premier pourrait aussi s'appliquer aux actions étrangères même s'il peut s'avérer impossible d'obtenir un crédit d'impôt pour les retenues à la source ou de bénéficier d'une exonération d'impôt. Cela s'explique principalement par le fait que le taux d'imposition des dividendes étrangers est plus élevé que celui des dividendes canadiens si ceux-ci sont détenus dans un compte imposable. Ainsi, dans un compte non imposable, les investisseurs peuvent être assujettis à des retenues à la source, mais éviteront le taux d'imposition plus important sur les dividendes.

Pour illustrer davantage l'importance du véhicule de placement des actifs, présumons que notre répartition d'actifs cible est un portefeuille composé à 30 % de titres à revenu fixe, à 40 % d'actions canadiennes et à 30 % d'actions étrangères. Les rendements des actifs, les frais et les taux d'imposition sont précisés précédemment. Présumons aussi que 30 % des économies annuelles sont autorisées dans un compte non imposable. Le portefeuille est rééquilibré annuellement pour conserver la répartition cible. Quatre possibilités sont envisagées :

- Tous les actifs sont placés dans un compte imposable et tous les gains en capital sont réalisés annuellement (ce qui suppose un roulement des titres en portefeuille de 100 %)[3]. Il s'agit du pire scénario.
- Les actifs sont placés également dans le compte non imposable et dans le compte imposable et tous les gains en capital afférents au compte imposable sont réalisés annuellement.
- Les titres à revenu fixe sont investis d'abord dans le compte non imposable. Étant donné que les titres à revenu fixe sont composés à un taux plus faible que les actions, la pondération du compte non imposable aura tendance à passer sous la barre des 30 %. Ainsi, il sera également nécessaire de placer des titres à revenu fixe dans le compte imposable. Deux scénarios de roulement des titres en portefeuille au sein des portefeuilles d'actions sont envisagés, à savoir 100 % et 30 % (entre parenthèses). Un roulement plus faible permet au portefeuille de reporter l'imposition relative aux gains en capital et, par conséquent, de composer les rendements sur les actifs sur une plus grande assiette de placements. Les incidences fiscales du roulement nécessaire pour rééquilibrer le portefeuille sont pleinement comptabilisées annuellement. Toutefois, les nouvelles cotisations facilitent le rééquilibrage et réduisent ces incidences fiscales.

[3] On présume cependant que les gains en capital réalisés aux É.-U. conservent le statut fiscal de gains en capital à long terme (sur les titres détenus pendant plus d'un an).

- Les actions canadiennes sont placées d'abord dans le compte non imposable. Initialement, il sera aussi nécessaire de placer les actions canadiennes dans le compte imposable pour atteindre la répartition cible de 40 %. Toutefois, étant donné que les actions non imposées sont composées à un rythme plus rapide que celui des titres à revenu fixe imposés et des actions étrangères imposées, il est envisageable que toutes les actions locales se retrouvent éventuellement dans le compte non imposable. Les scénarios de roulement des titres en portefeuille mentionnés précédemment sont pris en compte.

Avec la même cotisation annuelle de 1 000 $ pendant trente ans, ces économies procurent les résultats suivants :

	Imposable	Répartition égale	Titres à revenu fixe dans le compte à exonération d'impôt en premier	Actions dans le compte à exonération d'impôt en premier
Valeur finale après impôt	54 943 $	58 645 $	56 904 $ (57 350 $)	59 384 $ (59 601 $)
Gains excédant les cotisations annuelles	24 943 $	28 645 $	26 904 $ (27 350 $)	29 384 $ (29 601 $)
Rendement nominal moyen	3,66 %	4,03 %	3,86 % (3,90 %)	4,10 % (4,12 %)

Selon ces paramètres, les titres à revenu fixe ne devraient pas être placés dans le compte à exonération d'impôt en premier. Même si l'augmentation de la valeur finale ne semble pas impressionnante, il faut se rappeler qu'une tranche de 30 000 $ du patrimoine final provient des économies annuelles. Ainsi, dans le scénario du compte imposable, les gains nets de placement s'établissent à 24 943 $, tandis qu'ils s'élèvent à 29 601 $ suivant la possibilité la plus favorable, soit une différence de près de 20 %.

L'assouplissement de la présomption de taux de roulement à 100 % fait augmenter le patrimoine final, mais l'incidence est évidemment plus atténuée si les actions canadiennes sont placées dans le compte non imposable. En outre, l'incidence d'un faible roulement n'est pas nécessairement aussi importante qu'on le prétend. Par exemple, les avantages fiscaux sur le patrimoine total du roulement des titres en portefeuille allant de 0 % (gains en capital pleinement imposables à la fin de la période de trente ans – scénario théorique) à 100 % (gains en capital entièrement imposables annuellement) ont été évalués. Cela a permis de constater que les avantages fiscaux d'un taux de roulement abaissé de 100 % à 40 % sont moindres que ceux qui découlent de la réduction du roulement de 40 % à 20 %, niveau de roulement que peu de produits actifs ou passifs peuvent offrir[4]. Ainsi, les avantages d'un taux de roulement plus faible des titres en portefeuille sont atténués lorsque le taux de roulement se situe déjà au-delà de 30 % ou de 40 %.

Dans certains cas, placer certaines actions dans le compte à exonération d'impôt peut aussi simplifier le processus de rééquilibrage. Souvent, les investisseurs hésitent à rééquilibrer en raison des incidences sur la réalisation de gains en capital imposables. Si le montant du capital investi dans un compte à exonération d'impôt ou à report d'impôt est relativement important par rapport à la taille du compte imposable, il peut être possible de structurer le portefeuille de manière à réaliser la majeure partie du rééquilibrage hors du compte imposable. En outre, il faut tenir compte du fait que si on hésite à rééquilibrer pour des raisons fiscales, une partie de la prime de rééquilibrage mentionnée dans le document 3f pourrait être perdue.

[4] Ces calculs ne tiennent pas compte de la possibilité de l'optimisation de la récolte fiscale ("tax harvesting") des pertes en capital.

Les impôts compliquent considérablement le processus d'investissement et de nombreux aspects n'ont pas été discutés comme l'incidence des impôts sur le risque. Par exemple, même si les impôts réduisent les rendements des investisseurs, ils ont aussi une incidence sur le risque en abaissant la volatilité des rendements nets. Un gain en capital est réduit par les impôts, mais une perte en capital est aussi réduite après impôt si la perte en capital peut être déduite d'un gain en capital. Enfin, il est toujours financièrement préférable d'utiliser au maximum les comptes non imposables. Toutefois, pour déterminer les actifs financiers qui doivent être placés dans un compte imposable et ceux dans un compte non imposable, il faut une planification personnalisée. Dans un contexte où les taux sont faibles, on ne saurait présumer que le conseil traditionnel (l'affectation des titres à revenu fixe aux comptes à exonération ou à report d'impôt) est nécessairement le meilleur conseil. Toutefois, étant donné qu'il n'y a pas de consensus sur cette question à l'heure actuelle, il est simplement recommandé de se méfier des conclusions fondées sur les croyances traditionnelles et d'analyser cet aspect dans le contexte de chaque investisseur.

CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

QUESTIONS TOUCHANT LES AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION

L'INCIDENCE DE L'INFLATION

4C

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

L'INCIDENCE DE L'INFLATION

Les frais et les impôts réduisent les rendements des investisseurs, et l'inflation réduit le niveau de vie de ces derniers. L'inflation diminue, plus précisément, la quantité de biens et services que les investisseurs peuvent s'acheter avec un montant donné de revenu de placement. À titre d'exemple, dans un contexte où le taux annuel d'inflation est de 2 %, il faudrait 1 020 $ dans un an pour acheter un panier de biens et services coûtant 1 000 $ actuellement. Dans deux ans, il faudrait 1 040,40 $. Ainsi, la meilleure représentation de la valeur de notre patrimoine dans dix, vingt ou trente ans, c'est la quantité de biens et services que ce patrimoine permettra d'acquérir à ces différents moments.

LES INCIDENCES ÉLÉMENTAIRES DE L'INFLATION

Prenons l'exemple d'un placement de 1 000 $ qui est investi dans des titres à revenu fixe pour 4 ans à un taux annuel de 3 %, des frais annuels de 1 % et un taux d'imposition de 40 % sur le revenu en intérêts s'y appliquent, et le placement est effectué alors que le taux annuel d'inflation est de 2 %. Le tableau suivant illustre l'augmentation de la valeur de ce placement à la fin de chaque année dans un compte non imposable et dans un compte imposable ainsi que l'augmentation au fil du temps du coût d'achat d'un panier de biens et services d'une valeur actuelle de 1 000 $.

	Valeur du capital investi (Non imposable)	Valeur du capital investi (Imposable)	Coût d'un panier de biens et services
An 0	1 000,00 $	1 000,00 $	1 000,00 $
An 1	1 020,00 $	1 012,00 $	1 020,00 $
An 2	1 040,40 $	1 024,14 $	1 040,40 $
An 3	1 061,21 $	1 036,43 $	1 061,21 $
An 4	1 082,43 $	1 048,87 $	1 082,43 $

Sans les impôts, le placement croît au même rythme que le coût de la vie, alors qu'avec les impôts, il croît beaucoup plus lentement. Pour réussir à conserver le pouvoir d'achat actuel, il faut un rendement, après déduction des frais et des impôts, qui correspond au taux d'inflation. Ainsi, le pouvoir d'achat de l'investisseur diminue au fil du temps. Dans le document 3b, il a été expliqué que le rendement des titres à revenu fixe compense l'inflation, le rendement réel, la liquidité et le risque de crédit. Le présent exemple illustre le fait que les gouvernements prélèvent malheureusement des impôts sur le rendement d'investissement sans distinction, que le rendement compense pour l'inflation ou pour le risque de crédit. Cet exemple démontre également la pertinence évidente de frais raisonnables et d'une gestion fiscale efficiente.

De plus, un ajustement périodique des objectifs d'épargne en fonction du taux d'inflation est recommandé. Autrement, l'effet de l'épargne régulière diminue au fil du temps.

UNE SIMPLE ÉTUDE DE CAS COMPORTANT LES FRAIS, L'INFLATION, LES IMPÔTS AINSI QUE LES COMPTES IMPOSABLES ET NON IMPOSABLES

Prenons un exemple similaire à celui du document 4b où un investisseur investit 1 000 $ par année pendant 30 ans en dollars réels. Cela signifie que si l'inflation se situe à 2 %, sa cotisation annuelle augmentera de 2 % pour suivre le taux d'inflation. Ainsi, le montant nominal total de toutes les cotisations s'élève à 40 568 $, tandis qu'il ne s'élève qu'à 30 000 $ sur le plan du pouvoir d'achat courant (30 x 1 000 $). Le portefeuille de cet investisseur est composé à 40 % d'actions canadiennes, à 30 % d'actions étrangères et à 30 % de titres à revenu fixe, et il est rééquilibré une fois par année. L'investisseur peut aussi déposer au plus 30 % de ses économies annuelles dans le compte non imposable. Les rendements des actifs, les frais et les taux d'imposition sont identiques à ceux indiqués dans le document 4b.

Le tableau suivant illustre le patrimoine final des actifs investis dans quatre véhicules de placement : affectation complète à un compte imposable, affectation égale des trois catégories d'actifs tant dans le compte imposable que dans le compte non imposable, affectation des titres à revenu fixe en premier au compte non imposable et affectation des actions canadiennes en premier au compte non imposable. Dans les deux premiers véhicules, présumons que tous les gains en capital sont entièrement réalisés chaque année, et dans les deux derniers véhicules, appliquons deux niveaux de roulement du portefeuille, à savoir 100 % et 30 %.

Le patrimoine final est exprimé en valeur nominale et en valeur réelle. Par exemple, dans le premier véhicule (le compte imposable), l'accumulation du patrimoine nominal final serait de 70 474 $, mais il équivaut à 38 907 $ sur le plan du pouvoir d'achat courant (au prix actuel des biens et services). Essentiellement, l'investissement régulier a fait passer le pouvoir d'achat des cotisations annuelles de 30 000 $ en valeur réelle à 38 907 $, soit une augmentation de 8 907 $. Toutefois, l'usage approprié du compte non imposable peut entraîner une augmentation pouvant aller jusqu'à 11 926 $.

	Imposable	Répartition égale	Titre à revenu fixe dans un compte non imposable en premier	Actions dans un compte non imposable en premier
Valeur finale après impôt	70 474 $	74 824 $	72 806 $ (73 324 $)	75 681 $ (75 944 $)
Pouvoir d'achat	38 907 $	41 308 $	40 194 $ (40 480 $)	41 781 $ (41 926 $)
Rendement nominal moyen	3,66 %	4,03 %	3,86 % (3,90 %)	4,10 % (4,12 %)

Cet exemple confirme, sans surprise, la nécessité d'utiliser le plus possible le compte non imposable. Il ressort aussi de cet exemple que l'accumulation suffisante d'un patrimoine pose tout un défi pour l'obtention d'une retraite confortable compte tenu de l'incidence de l'inflation. Tous les portefeuilles produisent des rendements allant de 1,66 % (3,66 % - 2,00 %) à 2,03 % (4,03 % - 2,00 %) au-dessus du taux d'inflation, et cet écart représente ce qu'il faut pour améliorer notre niveau de vie. Toutefois, après déduction des frais et des impôts, il est improbable que l'investisseur puisse produire un rendement net supérieur au taux d'inflation à long terme sauf si son portefeuille est exposé au risque de crédit ou au risque propre au marché des actions.

L'inflation réduit considérablement le pouvoir d'achat de nos économies et les gouvernements imposent explicitement la partie du rendement du portefeuille qui compense l'inflation. L'obtention d'un rendement, après frais et impôts, raisonnablement supérieur à l'inflation nécessite une minutieuse planification à long terme. Il est donc encore plus important d'utiliser de façon efficiente les programmes gouvernementaux qui permettent l'accumulation de rendements exonérés d'impôt.

CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

ÉVALUATION DE VOS BESOINS FINANCIERS

LE RÔLE DES CONSEILLERS

5A

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

LE RÔLE DES CONSEILLERS

Les particuliers font face à de nombreux obstacles lorsque vient le temps d'investir. La plupart n'ont pas les connaissances nécessaires pour évaluer leurs besoins financiers futurs et la façon de les combler. En outre, ils sont susceptibles de réagir de façon émotive et de prendre des décisions sur un coup de tête. Toutefois, même si les conseillers comprennent mieux le domaine que la plupart des investisseurs, leur principal rôle ne consiste pas à prévoir les rendements des marchés boursiers (titres, indices, catégories d'actif ou facteurs) ni à prendre des décisions relatives à la répartition tactique de l'actif. Leur rôle consiste plutôt à aider les investisseurs à établir des plans financiers appropriés, à communiquer des attentes raisonnables, à faciliter une mise en œuvre efficiente et, ce qui compte le plus, à contribuer au maintien d'une discipline plus rigoureuse.

LES CONSEILLERS NE SONT PAS DES PRÉVISIONNISTES

Il a déjà été avancé que l'investissement est un jeu à somme nulle avant déduction des frais et que moins de 30 % des gestionnaires et des produits obtiendront vraisemblablement un rendement supérieur à celui d'un simple indice traditionnel pondéré selon la capitalisation des titres, déduction faite des frais, à long terme. Parmi les gestionnaires qui y parviennent, certains peuvent même obtenir un rendement supérieur par chance. Le fait que certains investisseurs tentent de prévoir les rendements et les variables économiques afin d'en tirer un rendement supérieur ne change rien à cette situation.

Il est difficile de prévoir l'avenir et il n'existe en fait que très peu de preuves indiquant que les investisseurs, les gestionnaires ou les conseillers peuvent en moyenne prévoir de façon appropriée les rendements ou les importantes transitions

économiques. Par exemple, selon un sondage réalisé par la Réserve fédérale de Philadelphie en novembre 2007 auprès de prévisionnistes, seulement 3 % d'entre eux avaient prévu un taux de croissance économique négatif en 2008. En outre, certaines personnes ont été applaudies pour avoir prévu la crise financière, mais l'ensemble de leurs prévisions (avant et après la crise financière) sont généralement loin d'être sans tache. Enfin, dans un secteur où il peut y avoir des dizaines de milliers de personnes qui expriment publiquement leurs opinions financières et économiques, il est probable que quelques-uns sembleront toujours avoir prévu certains événements donnés. La principale question consiste à savoir : « Pouvons-nous cerner ceux qui, parmi des milliers de prévisionnistes, prévoiront le prochain événement important? » La preuve semble indiquer que cela est improbable pour la plupart.

De plus, de nombreuses études indiquent que le rendement moyen des particuliers qui investissent est beaucoup plus faible que le rendement passif offert par un portefeuille équilibré indexé. Selon l'analyse quantitative du comportement des investisseurs *(Quantitative Analysis of Investor Behavior (QAIB))* publiée en 2015 par Dalbar, l'investisseur moyen qui détient des titres à revenu fixe et des actions a enregistré un rendement annualisé de 3,51 % sur une période de dix ans, tandis que le rendement affiché par l'indice S&P 500 s'est établi à 7,67 % et que celui de l'indice obligataire global Barclays s'est établi à 4,71 %. Tous conviennent qu'il faut acheter à bas prix et vendre à prix élevé, mais de nombreux investisseurs se convainquent eux-mêmes d'investir dans le marché après une hausse fulgurante et d'en sortir après un effondrement. Un plan financier réaliste, mis en œuvre d'une façon rigoureuse avec l'aide d'un conseiller financier de confiance, accroît considérablement les chances de réussite.

LES ÉLÉMENTS D'UNE BONNE PLANIFICATION FINANCIÈRE

Un bon planificateur financier aide les investisseurs à comprendre qu'il est pertinent :

- de commencer rapidement à appliquer un plan d'investissement ;
- d'établir des objectifs raisonnables ;
- de conserver une discipline d'épargne ;
- d'élaborer un portefeuille approprié à coût raisonnable ;
- d'utiliser au maximum les possibilités fiscalement efficientes ;
- d'établir une stratégie de rééquilibrage (car la prévision n'est pas la clé du succès) ;
- d'évaluer le rôle que l'assurance-vie et les rentes peuvent jouer dans la planification de retraite globale ;
- d'examiner convenablement leur position par rapport à leur objectif au fil du temps ;
- d'apporter les ajustements nécessaires au portefeuille selon la variation de leur situation et de leurs objectifs.

Le conseiller devrait avoir accès à des outils (logiciels) et à des documents pour aider l'investisseur à accomplir ces tâches. Le conseiller doit aussi aider l'investisseur à comprendre que le choix d'une répartition de portefeuille découle d'un compromis entre :

- les types de répartition d'actif qui conviennent pour les objectifs et l'horizon temporel de l'investisseur ;
- sa propre capacité financière et émotionnelle de subir des pertes à court terme.

Par exemple, certains investisseurs peuvent être en mesure de subir des pertes financières tout en éprouvant des difficultés sur le plan émotionnel à faire face à ces pertes lorsqu'elles se produisent. Ainsi, les conseillers ont aussi comme rôle d'informer les investisseurs pour réaliser au fil du temps un équilibre plus approprié entre l'acte rationnel et l'acte émotionnel que constitue la prise de décisions d'investissement. L'éducation des investisseurs a également son importance, car les conseillers découvriront que certains investisseurs remettent en question leurs conseils dès que le marché recule. Ce comportement fait en sorte qu'il est difficile pour les investisseurs d'atteindre leurs objectifs personnels d'investissement et l'indépendance financière.

Investir est un défi considérable pour les particuliers. Les investisseurs qui sont en mesure de gérer leurs émotions et qui possèdent une certaine expertise pourraient bien se tirer d'affaire par eux-mêmes. Toutefois, la majorité des investisseurs ont besoin d'un conseiller. Les services-conseils ne sont pas gratuits, mais aident bon nombre d'investisseurs à éviter les erreurs coûteuses. Nous tenterons d'évaluer le coût d'une mauvaise prise de décisions dans le document 5c. Cela contribuera à étayer l'utilité de payer un frais raisonnable pour obtenir de bons services-conseils. Le rôle des conseillers consiste à informer les investisseurs, à les guider dans le processus de mise en place et de maintien d'un plan d'investissement et à leur communiquer les attentes rationnelles qu'ils devraient avoir. Il s'agit d'un défi considérable, car de nombreux investisseurs estiment que pour investir avec succès, il faut investir au bon moment et trouver le prochain Alphabet.

CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

ÉVALUATION DE VOS BESOINS FINANCIERS

COMPRENDRE MON PROFIL DE RISQUE

5B

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

COMPRENDRE MON PROFIL DE RISQUE

Les portefeuilles plus risqués sont généralement associés à des rendements à long terme prévus supérieurs, mais aussi à une probabilité plus élevée de réaliser d'importantes pertes à court terme, tandis que les portefeuilles à risque moins élevé sont associés à des rendements à long terme prévus moindres, mais aussi à une probabilité moindre de pertes à court terme, voire à long terme. La plupart des investisseurs ont une aversion pour le risque et craignent les pertes, quelque soit l'horizon de celles-ci. Toutefois, comment définir les pertes? La plupart du temps, nous définissons une perte par un rendement négatif réalisé sur une période donnée, tel avoir perdu 15 % à 20 % sur un portefeuille équilibré en 2008. Toutefois, un portefeuille à risque et à rendement espéré moindre peut donner lieu à un autre type de risque, soit une probabilité plus élevée de générer un revenu insuffisant à la retraite. Les investisseurs se trouvent devant un « compromis de la peur ». Autrement dit, ces derniers doivent choisir entre une probabilité plus élevée de pertes substantielles à court terme mais offrant une meilleure perspective de revenu à la retraite (en présumant un portfefeuille plus risqué) et une probabilité moindre de pertes substantielles à court terme mais offrant une moins bonne perspective de revenu (en présumant un portefeuille moins risqué). Pour y voir clair et espérer comprendre notre profil de risque, l'investisseur doit comprendre ce compromis sous ses deux facettes.

LA PEUR DES PERTES FINANCIÈRES

De janvier 1990 à décembre 2014, le rendement annualisé du marché boursier américain représenté par l'indice des actions Russell 1000 s'établissait à 9,82 % avant déduction des frais. Tous les investisseurs seraient heureux d'un tel rendement. Toutefois, ce rendement n'a pas été réalisé de façon linéaire. La figure ci-dessous indique le rendement annualisé calculé sur des périodes mobiles de un an, de trois ans et de cinq ans. Lorsqu'on utilise une période mobile de un an, on relève plusieurs périodes de très faible rendement. Toutefois, lorsqu'on utilise une période mobile de cinq ans, l'évolution des rendements est beaucoup plus tolérable, quoiqu'on observe encore des périodes de rendement faible, mais pas nécessairement négatif. Malheureusement, les investisseurs n'examinent pas leur portefeuille à chaque période de cinq ans ni n'examinent uniquement leur rendement moyen que sur la période des cinq dernières années. Ils sont touchés émotionnellement par les rendements à court terme et les commentaires quotidiens sur le marché alimentent leurs craintes.

RENDEMENTS MOBILES DES ACTIONS

Voilà pourquoi la diversification est si importante. La figure qui suit montre les mêmes renseignements pour un portefeuille composé à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe (avec des obligations du Trésor de dix ans pour l'investissement dans les titres à revenu fixe). Même si la composante titres à revenu fixe a produit un rendement plus bas – quoiqu'impressionnant, de 7,61 % en raison de la baisse des taux d'intérêt –, la répartition 60/40 produit un rendement presque aussi élevé que celui des actions (9,54 %, avec un rééquilibrage annuel) en raison de l'effet de la diversification (volatilité plus faible) sur les rendements composés. Dans ce cas, la période mobile de un an montre encore des pertes importantes pendant certaines périodes, mais ces pertes sont beaucoup plus faibles que celles d'un portefeuille composé entièrement d'actions. La période mobile de cinq ans est, quant à elle, encore plus stable.

Les investisseurs doivent comprendre que même si de tels événements sont rares, un portefeuille d'actions peut perdre 40 %, ou plus, de sa valeur en une seule année, tandis qu'un portefeuille 60/40 peut perdre plus de 20 %. Heureusement, l'analyse des rendements historiques indique également que les importantes pertes sont généralement suivies par d'importants gains dans la mesure où l'investisseur n'a pas paniqué ni liquidé son portefeuille. Cela dit, ces observations s'appliquent seulement aux portefeuilles bien diversifiés de titres et de catégories d'actifs. La crise de 2008 a démontré que même des actifs financiers dont la notation de crédit est élevée peuvent subir une dégringolade de leur cours. Que vous déteniez ou non des portefeuilles à faible risque ou à risque élevé, les portefeuilles devraient être bien diversifiés.

RENDEMENTS MOBILES D'UN PORTEFEUILLE 60/40

Naturellement, les investisseurs peuvent décider de détenir des portefeuilles à très faible risque. La figure qui suit indique les rendements mobiles d'un investissement dans des obligations du Trésor de cinq ans. Le rendement composé moyen s'est établi à 5,54 % et le rendement a été relativement stable. Malheureusement, ce rendement historique ne fut possible qu'en raison de la baisse des taux d'intérêt. Le rendement de tels titres se situait en deçà de 2 % en décembre 2014, d'où l'impossibilité de réaliser au cours de la décennie à venir les rendements réalisés lors des décennies antérieures.

RENDEMENTS MOBILES DES TITRES À REVENU FIXE

LA PEUR DE RENDEMENTS INADÉQUATS DU CAPITAL INVESTI

Prenons l'exemple d'un investisseur âgé de 35 ans qui est en mesure d'affecter 30 % de ses économies à des comptes avec exonération ou report d'impôts et 70 % à son compte imposable; il fait annuellement « X » dollars d'économies après impôt réelles et ajustera, par conséquent, ses économies nominales annuellement en fonction du taux d'inflation, disons de 2 %.

Cet investisseur prendra sa retraite à l'âge de 65 ans et a une espérance de vie de 90 ans. Prenons l'hypothèse qu'il peut choisir entre deux portefeuilles : un avec un rendement annuel prévu d'environ 2 % après déduction des frais et des impôts (probablement un portefeuille axé sur des obligations) et un autre avec un rendement prévu d'environ 4,5 % (probablement un portefeuille plus risqué, comme un portefeuille composé à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe). Pour l'instant, mettons de côté la façon dont ces rendements ont été calculés. Il s'agit uniquement d'établir l'effet d'un écart de rendement de 2,5 % lorsque l'horizon de placement est aussi long que 55 ans, soit 30 ans d'accumulation et 25 ans de désaccumulation.

Quel est le véritable revenu après impôt auquel cet investisseur peut s'attendre à recevoir annuellement à sa retraite avant d'épuiser tous ses actifs ? Pour simplifier les choses, avec des économies annuelles réelles de 1 000 $ (ajusté en fonction de l'inflation), le revenu de retraite réel (ajusté en fonction de l'inflation) s'établira à environ 1 200 $ annuellement si le rendement moyen est de 2 %, mais à 2 442 $ si le rendement est de 4,5 %. Donc, dans le premier scénario, cet investisseur peut s'attendre à encaisser annuellement, après déduction de l'impôt, environ 120 % de ses économies annuelles, tandis que dans le deuxième scénario, l'encaissement peut atteindre 245 %. Autrement dit, il faut deux fois plus d'économies suivant un scénario de rendement de 2 % pour l'obtention du même revenu que suivant le scénario de rendement à 4,5 %.

QUE DEVRAIENT FAIRE LES INVESTISSEURS ?

De nombreuses raisons expliquent le fait que les grandes caisses de retraite gérées par des professionnels répartissent 60 % à 70 % de leurs portefeuilles dans des actions, l'immobilier, l'infrastructure et autres actifs plus risqués – que les obligations de qualité supérieure. Premièrement, la diversification, conjuguée à un processus de rééquilibrage efficace, fonctionne à long terme. Deuxièmement, le coût de prestations de retraite adéquates aux retraités dans le cas d'une affectation presque entièrement en obligations serait extrêmement élevé. Cela nécessiterait que les employés, les employeurs et les gouvernements augmentent considérablement leurs cotisations respectives à ces régimes. Pourtant, bon nombre de personnes estimeraient qu'une répartition de 60 % à 70 % d'actions est difficilement envisageable pour leur portefeuille personnel.

Les recherches ont permis la découverte d'une corrélation élevée entre l'aversion pour le risque et l'angoisse. On a aussi découvert que les personnes qui craignent le risque sont plus susceptibles de croire, en moyenne, que des résultats défavorables risquent davantage de se produire et sont pires qu'en réalité. Toutefois, ces observations se limitent à notre situation personnelle. Autrement dit, l'angoisse, l'aversion pour le risque et la croyance que de mauvais résultats risquent davantage de se produire ont moins d'effet sur notre processus décisionnel lorsque nous analysons la même situation dans le contexte d'une autre personne, et non pas dans notre contexte personnel. Par conséquent, les particuliers sont souvent beaucoup plus émotionnellement impliqués lorsqu'ils investissent leurs économies personnelles que les gestionnaires de caisses de retraite qui gèrent les actifs d'autres personnes (et non pas les leurs). C'est l'une des raisons pour lesquelles bon nombre de personnes ont besoin d'un conseiller et de soutien moral pour les aider à gérer leurs émotions et demeurer sur une voie stable.

Généralement, on pose quelques questions aux investisseurs pour déterminer le portefeuille qui leur convient. Généralement, ces questions relèvent de trois catégories :

- *La situation personnelle et financière.* On présume souvent que les jeunes ayant un revenu courant plus élevé et un certain patrimoine sont davantage en mesure de courir un certain risque.
- *Les objectifs et la tolérance au risque.* Un objectif à long terme peut justifier un portefeuille plus risqué, mais peu importe la situation personnelle et financière et l'objectif, certaines personnes peuvent éprouver des craintes au sujet de la possibilité de subir une perte financière, même sur une courte période. En outre, lorsqu'on pose à une personne des questions pour déterminer sa tolérance aux pertes, cette personne peut y répondre différemment si on les lui pose pendant une crise financière, comme en 2008,

ou pendant un marché à la hausse, comme en 2013. La personne peut aussi répondre différemment selon la formulation de la question. Par exemple, est-ce que la réponse sera la même si on lui demande « Que pensez-vous de la perte d'environ 10 % de votre actif sur une période de 12 mois? » ou « Que pensez-vous de la perte de 100 000 $ sur 12 mois? » Des recherches plus récentes révèlent que pour mieux évaluer la tolérance au risque, il suffit d'examiner le comportement et les actes passés de l'investisseur, son cheminement de carrière et ses sources d'influence sociale plutôt que de lui poser des questions hypothétiques au sujet d'un comportement prévu dans certains cas. Ce serait une enquête sur la tolérance au risque plus efficace, mais pas nécessairement plus facile.

- *Les connaissances et l'expérience en matière d'investissement.* Il est important de fixer des objectifs appropriés et d'avoir des attentes appropriées. Toutefois, il n'y a rien de pire que croire que nous en savons davantage qu'en réalité. Il s'agit souvent du plus grand obstacle à la mise en œuvre d'un plan financier à long terme. Par exemple, certains investisseurs estiment qu'ils peuvent acheter et vendre au bon moment ou identifier le prochain Alphabet (c'est-à-dire Google).

Certaines de ces questions font référence à la capacité de risque de l'investisseur; le niveau de risque associé au portefeuille qui est approprié compte tenu de la situation personnelle et financière de l'investisseur et de ses objectifs. D'autres portent sur l'incidence d'autres facteurs sur la tolérance au risque de l'investisseur. Néanmoins, l'information et les indications sont cruciales pour aider les investisseurs à comprendre ce qui leur convient et, peut-être, à gérer leurs angoisses.

La situation d'un investisseur peut influencer son aversion pour le risque. Toutes autres choses étant égales, l'investisseur plus prospère et plus jeune peut se sentir plus à l'aise de courir des risques plus élevés. La personne entourée par les membres de sa famille et ses amis qui investissent régulièrement bénéficie d'une influence positive et rassurante. Toutefois, certains investisseurs éprouvent davantage d'angoisse lorsque vient le temps d'investir. Nous avons tous notre propre personnalité, mais l'une des façons d'améliorer notre capacité de prendre des décisions rationnelles consiste à mieux comprendre le milieu du placement ainsi que les incidences des décisions que nous prenons aujourd'hui. Par conséquent, l'objectif de cette information consiste à aider les investisseurs à prendre des décisions de placement plus appropriées et rationnelles ainsi qu'à gérer leurs craintes. Comme l'a dit Warren Buffet : il est simple, mais pas facile, d'investir.

CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

ÉVALUATION DE VOS BESOINS FINANCIERS

L'ÉLABORATION D'UN PORTEFEUILLE

5C

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

L'ÉLABORATION D'UN PORTEFEUILLE

L'analyse est maintenant suffisamment poussée pour commencer à élaborer des portefeuilles complets que les investisseurs peuvent adopter. De nombreuses approches différentes pourraient être utilisées, mais il a été décidé de concevoir des portefeuilles qui intègrent de nombreuses classes d'actifs et qui procurent une diversification géographique de même que différents styles d'investissement (par exemple, en fonction de la valeur, de la croissance et de la taille des sociétés) sans utiliser de levier financier ou de positions vendeur. L'absence de levier financier et de positions vendeur limite l'efficience des réalisations possibles, mais offre également un environnement plus réaliste à la vaste majorité des investisseurs. En outre, des portefeuilles simples, comportant un faible nombre de classes d'actifs, et plus complets, comportant un plus grand nombre de classes d'actifs seront comparés. Seront aussi évalués les portefeuilles d'investisseurs qui réagissent émotivement à la hausse ou à la baisse des marchés (soit les investisseurs qui achètent à prix fort et vendent à bas prix) ou qui craignent simplement d'investir afin d'évaluer le coût potentiel de la mauvaise prise de décisions et l'utilité des services-conseils.

Des portefeuilles seront élaborés à partir de différents points de vue. Premièrement, les investisseurs qui ont différents profils de risque différents pour illustrer les diminutions de valeur (les pires pertes cumulatives) susceptibles d'être observées dans chaque cas. Deuxièmement, les investisseurs qui vivent dans deux pays très différents :

- les investisseurs américains qui ont un marché boursier diversifié et une monnaie contracyclique;
- les investisseurs canadiens qui ont un marché boursier plus axé sur les ressources et une monnaie procyclique.

Il s'agit également de la dernière occasion de travailler avec des rendements historiques. Dans les prochains documents de cette série, il sera question de rendements prospectifs. Le passé aide à comprendre les marchés des capitaux, mais le passé est rarement garant de l'avenir.

LE RENDEMENT HISTORIQUE DES CATÉGORIES D'ACTIFS

Les portefeuilles sont élaborés à partir de 10 actifs. La période d'analyse commence en août 1992, car les données ne sont pas toutes disponibles pour les périodes antérieures et elle prend fin en octobre 2015. L'analyse couvre donc une durée de 23 ans et 2 mois. Il aurait aussi été possible d'utiliser un éventail plus large de produits, comme les mandats d'actions structurés sur la base de facteurs de risque ou même d'autres

catégories d'actifs, comme les matières premières. Cela suffit néanmoins aux fins de l'illustration des différentes notions de portefeuilles.

Toutefois, avant d'élaborer les portefeuilles, analysons les données de rendement de chaque actif du point de vue des investisseurs américains (en dollars américains) et du point de vue des investisseurs canadiens (en dollars canadiens). Le tableau qui suit présente les 10 actifs de même que le rendement annuel composé et la volatilité (écart type) de chaque élément dans les deux monnaies. Les frais sont ignorés pour que l'accent soit mis sur l'élaboration et la diversification du portefeuille.[1]

AOÛT 1992 – OCTOBRE 2015		en dollars américains		en dollars canadiens	
Actif	Description	Rendement	Volatilité	Rendement	Volatilité
Russell 1000	Actions américaines grande capitalisation	9,2 %	14,7 %	9,7 %	12,6 %
Russell 1000 Valeur	Actions américaines valeur	9,5 %	14,6 %	10,0 %	12,6 %
Russell 1000 Croissance	Actions américaines croissance	8,5 %	17,0 %	8,9 %	15,4 %
Russell 2000	Actions américaines petite capitalisation	9,5 %	18,9 %	9,9 %	16,3 %
MSCI EAFE	Actions internationales grande capitalisation	6,2 %	16,5 %	6,6 %	13,8 %
MSCI Marchés émergents	Actions marchés émergents	7,0 %	23,0 %	7,4 %	19,5 %
S&P/TSX	Actions canadiennes	8,1 %	19,9 %	8,5 %	14,7 %
Obligations du Trésor 10 ans	Titres à revenu fixe émis par le gouvernement des États-Unis	6,2 %	6,3 %	6,7 %	6,3 %
Barclays Titres de créances globaux	Titres à revenu fixe émis par le gouvernement des États-Unis et des sociétés américaines	7,3 %	7,5 %	7,8 %	7,5 %
Barclays Titres à rendement élevé	Titres à revenu fixe de qualité inférieure émis par des sociétés américaines	7,6 %	8,6 %	8,1 %	8,6 %

Plusieurs observations ressortent de ces données :

- Les rendements sont légèrement supérieurs (en monnaie locale) du point de vue des investisseurs canadiens, ce qui s'explique par le fait que la valeur du dollar canadien a légèrement diminué par rapport à celle du dollar américain, soit en moyenne de 0,39 % par année pendant cette période.
- Les actions ont une volatilité moindre en dollars canadiens. Cela est compatible avec le fait que le dollar canadien est une monnaie procyclique (voir le document 3d). Les investisseurs américains qui veulent réduire la volatilité de leur exposition aux actions non américaines devraient couvrir à tout le moins en partie le risque de change.
- Le marché boursier américain a affiché l'une des plus faibles volatilités, que ce soit en dollars américains ou en dollars canadiens. L'économie américaine est plus diversifiée et intégrée, d'où un marché boursier plus diversifié que ceux des autres pays.
- Les Américains ont connu le marché boursier le plus rentable pendant cette période. Les investisseurs effectuent une diversification à l'échelle internationale partiellement en raison de leurs craintes que leur propre marché des capitaux produise des rendements décevants, mais, malheureusement, les marchés étrangers peuvent produire de temps à autres des rendements plus faibles même s'ils comportent des risques plus élevés que le marché canadien ou le marché américain.
- Les actions américaines de sociétés à petite capitalisation n'ont pas produit de rendement très supérieur à celui des actions américaines de sociétés à grande capitalisation malgré une volatilité plus élevée.
- Les titres à revenu fixe se sont bien comportés pendant cette période et ont même produit un rendement supérieur à celui des marchés boursiers mondiaux (le marché international et les marchés émergents).

[1] Pour simplifier les choses, on présume qu'un investisseur canadien aurait acheté (et couvert contre le risque de change) des actifs à revenu fixe américains.

Il y a trois autres choses à retenir de ces données. Premièrement, les investisseurs canadiens et américains n'ont probablement pas bénéficié des rendements dans les marchés internationaux auxquels ils s'attendaient puisque des risques plus élevés ont mené à des rendements plus faibles. Comme l'indique le document 3a, le risque est toujours la possibilité que les attentes rationnelles ne soient pas atteintes. Autrement dit, on peut dire que les investisseurs ont reçu une moindre compensation (relativement) que celle prévue pour le risque qu'ils ont pris relativement aux actions mondiales ou qu'ils ont reçu une meilleure compensation (relativement) que celle prévue pour le risque qu'ils ont pris relativement aux titres à revenu fixe. Il s'agit probablement d'une combinaison des deux.

Deuxièmement, comme le mentionne le document 3b, même si les titres à revenu fixe ont produit des rendements nominaux et réels élevés historiquement, ils ne peuvent pas maintenir des rendements nominaux aussi élevés lorsqu'ils se situent dans un contexte de faible taux de rendement. Par conséquent, si les titres à revenu fixe produisent des rendements supérieurs à ceux des actions au cours des 10 prochaines années, cela pourrait probablement s'expliquer par le fait que les actions se comportent mal. Espérons que tel ne soit pas le cas.

Troisièmement, il est difficile de prévoir si le risque que l'on prend aujourd'hui sera adéquatement compensé à l'avenir. C'est pourquoi la diversification est logique lorsqu'on se tourne vers l'avenir. Lorsqu'on se tourne vers le passé, on peut être amené par erreur à trop diversifier ou à diversifier insuffisamment selon le rendement antérieur de certains actifs. Il faut faire preuve de discernement. Comme il est indiqué dans le document 3d, l'investisseur se trouvant dans un pays dont la monnaie est contracyclique et dont l'économie est diversifiée peut s'attacher davantage aux titres de ce pays, mais l'investisseur qui se trouve dans un pays dont la monnaie est procyclique et dont l'économie est moins diversifiée devrait conserver une exposition plus grande aux marchés mondiaux.

L'ÉLABORATION DE PORTEFEUILLES

Évaluons maintenant le rendement historique des portefeuilles tant du point de vue des États-Unis que du point de vue du Canada. Deux niveaux de risque sont utilisés selon une répartition en actions et en titres à revenu fixe de 70/30 et de 30/70. Pour chaque niveau de risque, deux structures de portefeuille seront utilisées, soit une structure de base comportant deux ou trois actifs et une structure plus complète comportant davantage d'éléments. Les portefeuilles américains seront davantage axés sur les États-Unis. Le portefeuille à moindre risque comportera aussi une plus grande proportion d'actions américaines. Il y a huit portefeuilles en tout. Les deux tableaux suivants résument ces données.

INVESTISSEURS AMÉRICAINS					
		PORTEFEUILLE SIMPLE		PORTEFEUILLE COMPLET	
Actif	Description	Faible risque	Risque élevé	Faible risque	Risque élevé
Russell 1000	Actions américaines grande capitalisation	30 %	70 %		
Russell 1000 Valeur	Actions américaines valeur			10 %	20 %
Russell 1000 Croissance	Actions américaines croissance			10 %	20 %
Russell 2000	Actions américaines petite capitalisation			10 %	10 %
MSCI EAFE	Actions internationales grande capitalisation				15 %
MSCI Marchés émergents	Actions marchés émergents				5 %
S&P/TSX	Actions canadiennes				
Obligations du Trésor 10 ans	Titres à revenu fixe émis par le gouvernement	70 %	30 %	20 %	
Barclays Titres de créances globaux	Titres à revenu fixe émis par le gouvernement et des sociétés			42,5 %	25 %
Barclays Titres à rendement élevé	Titres à revenu fixe de qualité inférieure émis par des sociétés			7,5 %	5 %

INVESTISSEURS CANADIENS					
		PORTEFEUILLE SIMPLE		PORTEFEUILLE COMPLET	
Actif	Description	Faible risque	Risque élevé	Faible risque	Risque élevé
Russell 1000	Actions américaines grande capitalisation	10 %	30 %		
Russell 1000 Valeur	Actions américaines valeur			5 %	12,5 %
Russell 1000 Croissance	Actions américaines croissance			5 %	12,5 %
Russell 2000	Actions américaines petite capitalisation			5 %	5 %
MSCI EAFE	Actions internationales grande capitalisation				15 %
MSCI Marchés émergents	Actions marchés émergents				5 %
S&P/TSX	Actions canadiennes	20 %	40 %	15 %	20 %
Obligations du Trésor 10 ans	Titres à revenu fixe émis par le gouvernement	70 %	30 %	20 %	
Barclays Titres de créances globaux	Titres à revenu fixe émis par le gouvernement et des sociétés			42,5 %	25 %
Barclays Titres à rendement élevé	Titres à revenu fixe de qualité inférieure émis par des sociétés			7,5 %	5 %

La performance du portefeuille complet ne sera sans doute pas impressionnante relativement au portefeuille simple. Comme il a été indiqué précédemment, les marchés mondiaux n'ont pas produit de rendement supérieur aux marchés locaux des investisseurs américains et canadiens. Parfois, même lorsque nous diversifions, notre propre marché peut se trouver parmi les marchés qui produisent un meilleur rendement, ajusté en fonction du risque. Ainsi, il semble qu'il ne valait pas la peine de diversi-fier, mais nous obtenons ce résultat simplement parce que nous regardons dans le miroir. Par exemple, dans le cas du Canada, le rendement local favorable pendant cette période s'explique par le solide cycle des matières premières et par la résistance accrue du secteur financier canadien à la crise financière. Encore une fois, le passé n'est pas garant de l'avenir.

Le tableau suivant présente le rendement et certaines statistiques de risque pour les huit portefeuilles, dans l'hypothèse initiale d'un rééquilibrage mensuel. Certains des résultats sont déroutants, mais compréhensibles.

Portefeuille	Rendement	Volatilité	Pire mois	Pire perte	Date de fin de la pire perte
Américain 30/70 simple	7,4 %	5,9 %	-5,7 %	-10,4 %	Février 2009
Américain 30/70 complet	8,1 %	6,6 %	-8,3 %	-21,0 %	Février 2009
Américain 70/30 simple	8,6 %	10,3 %	-12,4 %	-35,2 %	Février 2009
Américain 70/30 complet	8,6 %	11,1 %	-14,9 %	-42,9 %	Février 2009
Canadien 30/70 simple	7,6 %	5,5 %	-4,3 %	-8,0 %	Novembre 1994
Canadien 30/70 complet	8,3 %	5,9 %	-7,0 %	-16,1 %	Février 2009
Canadien 70/30 simple	8,8 %	8,5 %	-10,4 %	-24,8 %	Septembre 2002
Canadien 70/30 complet	8,8 %	9,0 %	-9,9 %	-32,3 %	Février 2009

- Premièrement, les portefeuilles canadiens ont produit un rendement supérieur à celui des portefeuilles américains. Cela pourrait s'expliquer en partie par une répartition différente du portefeuille, mais cela s'explique aussi partiellement par la perte de valeur annuelle moyenne de 0,39 % du dollar canadien pendant cette période.
- Comme on pouvait s'y attendre, les portefeuilles en dollars canadiens affichent aussi une volatilité et une pire perte du rendement plus faible en raison de la nature procyclique de la monnaie.
- Les portefeuilles plus risqués ont produit un rendement supérieur à celui des portefeuilles moins risqués. Comme il a été mentionné, il y aura toujours des exceptions (comme le Japon), mais, à long terme, cela est plus probable.
- Des risques beaucoup plus grands ont été nécessaires pour faire augmenter les rendements. Par exemple, pour faire augmenter les rendements de 1,2 % sur cette période sur un portefeuille américain 70/30 simple par rapport à un portefeuille américain 30/70 simple, il fallait supporter des niveaux de pires pertes beaucoup plus importants. Naturellement, l'ajout d'un rendement de 1,2 % sur plus de 23 ans améliore le rendement du patrimoine de celui qui économise régulièrement de plus de 15 %.
- La pire perte ne s'est pas nécessairement produite en même temps au Canada et aux États-Unis. Pour les portefeuilles plus risqués, la période de la crise financière représente souvent la pire période de cette histoire. Toutefois, dans le cas du Canada, les portefeuilles globaux ont subi leurs pires rendements pendant d'autres périodes. Cela s'explique en partie par le fait que les portefeuilles simples du point de vue canadien sont exposés uniquement au marché américain. Étant donné que la valeur du dollar canadien a diminué considérablement par rapport à celle du dollar américain pendant la crise financière, les pertes nominales au Canada ont été fortement atténuées par la baisse de la valeur du dollar canadien. En outre, 1994 fut une année particulièrement difficile pour ceux qui investissaient dans des titres à revenu fixe, ce qui a influé sur les portefeuilles à proportion élevée de titres à revenu fixe.

Ce qui est plus troublant, c'est le fait que les portefeuilles complets ont des niveaux de pires pertes plus importants, une volatilité plus grande et n'obtiennent pas nécessairement de meilleurs rendements dans le cas des portefeuilles plus risqués. Premièrement, il faut reconnaître que l'on examine cette question du point de vue des investisseurs se trouvant dans deux pays dont les marchés boursiers ont enregistré des rendements supérieurs à ceux des marchés mondiaux pendant cette période. Encore une fois, nul ne connaît son avenir. Deuxièmement, le risque, à long terme, n'est pas seulement affaire de volatilité. Il s'agit aussi de la possibilité que certains marchés produisent simplement des rendements fort inférieurs aux attentes. Cela devrait être une source de préoccupations, particulièrement pour les investisseurs qui exercent leurs activités dans une économie moins diversifiée comme le Canada.

L'exemple qui précède a été conçu dans l'hypothèse d'un rééquilibrage mensuel. Il est mentionné dans le document 3f qu'un rééquilibrage moins fréquent pourrait en réalité être plus rentable. Le tableau suivant présente les mêmes données que celles mentionnées précédemment pour les investisseurs américains, mais la fréquence de rééquilibrage est passée de mensuelle à annuelle en fin d'année.

Portefeuille	Rendement	Volatilité	Pire mois	Pire perte	Date de fin de la pire perte
Américain 30/70 simple	7,6 %	5,9 %	-4,9 %	-9,0 %	Février 2009
Américain 30/70 complet	8,2 %	6,5 %	-8,1 %	-19,0 %	Février 2009
Américain 70/30 simple	8,9 %	10,1 %	-11,3 %	-32,7 %	Février 2009
Américain 70/30 complet	8,8 %	10,9 %	-14,0 %	-41,5 %	Février 2009

L'analyse confirme l'intuition présentée dans le document 3f. Un rééquilibrage moins fréquent peut faire augmenter les rendements tout en réduisant la volatilité et les diminutions de valeur. Lorsqu'on utilise la méthodologie du calendrier, un rééquilibrage à chaque période de 6 à 12 mois est assez optimal. Toutefois, il demeure essentiel d'effectuer un rééquilibrage.

LE COÛT ASSOCIÉ À LA PEUR ET À DES DÉCISIONS DE PLACEMENT INCOHÉRENTES

Certains investisseurs veulent simplement éviter tous les risques. En vue de l'évaluation du coût d'un comportement extrêmement conservateur, un investissement dans les obligations du Trésor à 5 ans avec rééquilibrage mensuel a été appliqué. Un tel investissement aurait procuré un rendement de moins de 5 % sur la même période que l'analyse précédente. Le tableau suivant indique la valeur cumulative d'un investissement annuel de 1 000 $ depuis 1992 (24 000 $ au total) pour un investisseur américain dans les quatre scénarios d'investissement.

	Obligations du Trésor à 5 ans	30/70 simple	30/70 complet	70/30 simple	70/30 complet
Valeur cumulative	40 858 $	57 658 $	67 109 $	63 830 $	66 314 $
Gains supérieurs à 24 000 $	16 858 $	33 658 $	43 109 $	39 830 $	42 614 $
Gains supérieurs à 24 000 $ si hors du marché pendant un an (de déc. 2008 à nov. 2009)		27 151 $	29 693 $	31 425 $	27 935 $
Baisse des gains (%)		-19,3 %	-25,4 %	-27,1 %	-34,4 %

Bien que les frais ne soient pas intégrés à l'analyse, un conservatisme extrême entraîne un lourd prix à payer même dans le cas d'un portefeuille à faible risque 30/70. En outre, le rendement de près de 5 % sur les obligations du Trésor a été atteint seulement en raison des taux d'intérêt beaucoup plus élevés qui prévalaient dans les années 1990. À la fin de 2015, les taux se situaient sous les 2 %, de sorte qu'il est probablement impossible d'obtenir les mêmes rendements à l'avenir.

D'autres investisseurs n'ont pas nécessairement peur d'investir dans les actions, mais sont incohérents. Ils investissent ou retirent leurs fonds du marché au pire moment possible. L'une des façons de comprendre le coût de l'incohérence consiste à recalculer le rendement composé d'un portefeuille simplement en éliminant les meilleurs mois, un à la fois. Par exemple, utilisons l'exemple du portefeuille américain 70/30 simple qui est rééquilibré mensuellement. Son rendement composé sur toute la période s'est établi à 8,63 %. Si on élimine les meilleurs mois, on soustrait d'environ 0,30 % à 0,33 % du rendement composé total sur cette période de 23 ans pour chacun de ces mois. Par exemple, les trois meilleurs mois depuis août 1992 comptent pour près de 1 % du rendement total de 8,63 %.

Prenons maintenant un cas plus précis. Un investisseur a paniqué pendant la crise financière et s'est retiré du marché à la fin de novembre 2008, pour recommencer à investir un an plus tard. Comparativement aux résultats présentés dans le tableau précédent, cet investisseur aurait renoncé à environ 19 % à 25 % des gains accumulés sur un portefeuille 30/70 et à 27 % à 34 % des gains accumulés sur un portefeuille 70/30. Une seule année peut effacer du cinquième au tiers de tous les gains produits sur plus de 22 ans.

Le risque est payant à long terme pour celui qui diversifie intelligemment, qui demeure cohérent et qui peut résister à la volatilité et aux diminutions de valeur associées à un portefeuille plus risqué. Cet exercice a confirmé certains de nos énoncés antérieurs. Les investisseurs qui vivent dans des pays ayant une monnaie procyclique bénéficient d'une couverture naturelle du risque international, à tout le moins en moyenne. En outre, un rééquilibrage plus efficient comporte des avantages sur les plans du rendement et du risque et il est possible de faire encore mieux en adoptant des méthodologies de rééquilibrage plus sophistiquées. On constate également qu'il faut prendre proportionnellement plus de risques pour faire augmenter les rendements. Le double de la volatilité n'entraîne pas le double des rendements. C'est pourquoi il est important d'avoir un plan d'investissement à long terme et de payer des frais raisonnables.

CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT

FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

ÉVALUATION DE VOS BESOINS FINANCIERS

COMBIEN FAUT-IL ÉPARGNER POUR PASSER UNE BELLE RETRAITE?

5D

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

COMBIEN FAUT-IL ÉPARGNER POUR PASSER UNE BELLE RETRAITE?

La question de savoir combien il faut épargner pour financer une retraite confortable n'est pas simple. Il faut tenir compte de nombreuses variables pertinentes, mais il est possible d'en venir à une estimation raisonnable qui donne une indication de la portée des mesures d'épargne nécessaires. Étant donné qu'il existe tant de facteurs inconnus, il faut réévaluer périodiquement l'estimation, particulièrement lorsque se produit un important changement dans le profil de l'investisseur. Malheureusement, l'effort nécessaire excède souvent de beaucoup ce à quoi s'attendent la plupart des gens.

LES VARIABLES LES PLUS PERTINENTES

Voici les variables les plus importantes à prendre en considération pour répondre à cette question :

- Quel est le montant actuel des économies accumulées? Comment ce montant est-il réparti entre les comptes imposables et non imposables?
- Si ce montant est nul, quand l'investisseur commencera-t-il à épargner?
- Quelle est l'ampleur des possibilités offertes avec exonération ou report d'impôt?
- Comment devraient évoluer le revenu, le style de vie et les responsabilités de l'investisseur? Comment cela touchera-t-il sa capacité d'épargner au fil du temps?
- L'investisseur pourra-t-il combiner ses ressources financières avec celles d'un conjoint ou d'un époux?
- Hormis celles découlant des économies, quelles autres sources de revenus sont prévues?
- Quel est le rendement moyen prévu sur l'investissement?
- Quelles sont la volatilité et l'évolution prévues des rendements futurs?
- Quel est l'âge de la retraite prévu?
- Quel revenu après impôt est nécessaire à la retraite?
- Quelle est l'espérance de vie présumée?

La situation de chaque personne diffère. Par exemple, certaines personnes suivent un cheminement de carrière qui les mènera à une augmentation importante de leur revenu réel (ajusté en fonction de l'inflation) au fil du temps, tandis que d'autres ont un emploi dont le revenu n'augmentera pas plus vite que le taux d'inflation. Certains n'ont pas d'enfant et bénéficient de deux revenus, tandis que d'autres ont plusieurs enfants, qu'ils envoient à l'école privée et dont ils contribuent au paiement des droits de scolarité à l'université, à l'aide d'un seul revenu. Certains reçoivent un héritage important et bénéficient d'un régime de retraite au travail, tandis que d'autres doivent assumer entièrement leurs propres besoins et sont peut-être responsables des soins d'un membre de la famille. Certains ont eu la chance de vivre dans un environnement où les rendements financiers étaient très favorables et stables, tandis que d'autres prévoyaient de prendre leur retraite juste avant l'effondrement des marchés boursiers. Enfin, même si notre style de vie a certainement une incidence sur notre espérance de vie et notre santé, nous ne contrôlons certes pas entièrement cet aspect. Malheureusement, de nombreux calculateurs d'épargne-retraite simplifient trop la difficulté d'estimer ce qu'il faut faire pour financer une retraite raisonnable, font fi de l'incertitude du rendement et font des suppositions implicites qui ne sont pas transparentes pour l'utilisateur. Ainsi, il est difficile d'accepter telles quelles leurs recommandations.

Le montant de revenu requis à la retraite est manifestement une question à la fois de style de vie et de circonstances. Les conseillers disent souvent que pour un couple, il suffit d'un revenu qui correspond à 70 % du revenu gagné avant la retraite. Considérant que la maison est payée (sans loyer), qu'il n'y a plus de contribution aux études des enfants et que des épargnes supplémentaires ne sont plus requises, il se pourrait même qu'il soit possible de vivre avec moins de 70 % du revenu gagné avant la retraite. Certaines recherches démontrent que la plupart des couples dans cette situation vivent confortablement à moins de 60 % du revenu gagné avant la retraite. En outre, le retraité qui vit seul aura toujours besoin d'au moins 70 % du revenu requis pour un couple à la retraite. Cependant, il ne s'agit que de lignes directrices. Quiconque approche de l'âge de la retraite devrait évaluer ses besoins financiers en fonction de sa propre expérience récente.

MES ÉPARGNES GÉNÈRERONT UN REVENU DE RETRAITE DE COMBIEN PAR ANNÉE ?

Un conseiller qualifié peut participer à la conception d'un plan qui intègre les caractéristiques et les exigences précises des investisseurs. Plusieurs scénarios sont possibles, mais concentrons-nous sur la question suivante :

Quel revenu de retraite faut-il s'attendre à recevoir pour chaque tranche de 1 000 $ d'épargnes annuelles (en montants réels) ?

Cette réponse est ajustée selon plusieurs paramètres, notamment :

- le nombre d'années d'épargne avant la retraite;
- l'espérance de vie après la retraite;
- la répartition de l'actif (le rendement prévu du portefeuille);
- l'efficience de l'utilisation maximale des programmes non imposables.

Un investisseur qui a déjà estimé son revenu à la retraite en provenance d'autres sources (les régimes du gouvernement et des employeurs et même le soutien familial) pourra avoir une idée de l'ampleur des épargnes supplémentaires nécessaires pour atteindre le montant total du revenu requis à la retraite ainsi que de l'importance d'utiliser les comptes non imposables dans toute la mesure possible. On peut même faire cette analyse sur un tableur Excel. En fait, nous avons élaboré un outil Excel simple pour faire les analyses. Toutefois, une analyse complète nécessiterait un logiciel de planification des investissements qui peut traiter des cotisations annuelles variables (par exemple, qui ajuste les cotisations une fois que l'hypothèque est entièrement payée ou que les enfants ont terminé leurs études) et qui peut gérer le placement et la répartition de l'actif au fil du temps, intégrer l'incidence de l'incertitude des rendements (à ne pas omettre) et tenir compte de différentes possibilités de revenus (à la retraite) et des caractéristiques de gestion du risque. L'incidence de l'incertitude est abordée dans le document suivant.

Le tableau qui suit présente les hypothèses de base spécifiées au sein de l'outil Excel.

CALCUL D'ÉPARGNE RETRAITE

(En présumant une répartition identique des catégories d'actifs dans les comptes imposables et non imposables)

	Taux d'imposition et de roulement
Intérêt/Dividendes étrangers	40 %
Dividendes canadiens	20 %
Gains en capital	20 %
Roulement des titres	40 %

Épargnes annuelles non imposables	1 000 $
Actifs actuels non imposables	0 $
Épargnes annuelles imposables	1 000 $
Actifs actuels imposables	0 $
Taux d'inflation	2,0 %

	Pondération pendant la période de placement	Pondération pendant la période de la retraite	Revenu	Gains en capital	Frais	Rendement avant impôt Période d'investissement	Rendement avant impôt Période de retraite
Titres à revenu fixe	30 %	30 %	3,00 %	0,00 %	1,00 %	2,00 %	
Actions canadiennes	40 %	40 %	2,00 %	5,00 %	1,00 %	6,00 %	
Actions étrangères	30 %	30 %	2,00 %	5,00 %	1,00 %	6,00 %	
Portefeuille	100 %	100 %	2,30 %	3,50 %	1,00 %	4,80 %	4,80 %
Adjustement pour l'incidence de la diversification et le rééquilibrage						0,25 %	0,25 %
Rendement réel (ajusté en fonction de l'inflation)						3,05 %	3,05 %
Impact fiscal						1,15 %	1,15 %
Rendement réel total après impôt						1,90 %	1,90 %

La première section indique dans le coin supérieur gauche, le taux d'imposition et le taux de roulement des titres, et dans le coin supérieur droit, les cotisations annuelles aux comptes imposables et non imposables et le taux d'inflation. Dans le cas d'un compte à report d'impôt, la cotisation doit être indiquée après impôt. Par exemple, comme l'explique le document 4b, une cotisation de 1 000 $ à un compte à report d'impôt équivaut à une cotisation de 600 $ à un compte à exonération d'impôt si on présume un taux d'imposition de 40 %. Dans ce cas, nous avons présumé deux cotisations annuelles (après impôt) de 1 000 $ dans chaque type de compte. On suppose que les cotisations seront ajustées en fonction de l'inflation au fil du temps.

La deuxième section indique la répartition d'actifs du portefeuille pendant la période d'accumulation (épargnes) et la période de désaccumulation (retraite) au moyen de trois actifs : titres à revenu fixe canadien, actions canadiennes et actions étrangères. Dans les deux cas, une répartition standard de 70 % en actions et de 30 % en titres à revenu fixe est utilisée à l'origine. Comme il a déjà été expliqué, l'investisseur canadien bénéficierait probablement d'une proportion d'actions canadiennes plus faible que ce que propose cet exemple, mais la répartition proposée pourrait convenir à un investisseur américain. Cette section permet aussi d'indiquer le revenu, les gains en capital et les frais prévus pour chaque catégorie d'actifs. Le portefeuille pourrait être plus diversifié, mais les principes demeureraient les mêmes.

Étant donné que cette analyse couvre plusieurs décennies, des hypothèses simples, mais raisonnables de rendements prévus ont été utilisées[1] :

- Un rendement de 3 %, pour les titres à revenu fixe d'un portefeuille mixte d'obligations du Trésor et d'obligations de sociétés de qualité supérieure. Cela est compatible avec un taux d'inflation de 2 %.
- Un rendement de 7 % pour les actions, reposant sur l'hypothèse d'un taux de dividende de 2 %, d'un taux d'inflation de 2 % et d'une croissance à long terme de 3 %.

Le rendement nominal avant impôt, mais après frais (en présumant des frais globaux de 1 %) est de 4,8 % compte tenu de la répartition 70/30. Un rendement excédentaire de 0,25 % est ajouté pour tenir compte des avantages de la diversification et du processus de rééquilibrage (voir le document 4f). Cela sous-entend que l'investisseur se montre suffisamment discipliné pour effectuer des rééquilibrages périodiques rigoureusement. Toutefois, après inflation, le rendement réel du portefeuille avant impôt ne s'élève qu'à 3,05 %.[2] Enfin, l'impact de la fiscalité sur le rendement est estimé et tient compte du roulement des titres en portefeuille[3]. Le rendement réel prévu après impôt est de 1,90 %.

Le tableur présente les résultats relatifs à quatre scénarios d'horizon d'épargne (de 20 à 35 ans) et quatre scénarios identiques de longévité après la retraite. En présumant une retraite à 65 ans, une période de 25 ans correspond à une espérance de vie de 90 ans.[4] Les Canadiens et les Américains âgés de 65 ans ont une espérance de vie d'environ 90 ans. Toutefois, une grande partie, et peut-être même 30 %, des Nord-Américains vivront plus de 90 ans. Il est donc fort

[1] Ces prévisions, particulièrement en ce qui concerne les actions, supposent implicitement (comme il est indiqué dans le document 3b) que les évaluations actuelles du marché sont justes, elles ne sont ni manifestement trop optimistes ni manifestement trop pessimistes.

[2] Dans ce document et le prochain, l'expression « rendement réel du portefeuille » est utilisée pour représenter le rendement qu'un portefeuille produit en sus de l'inflation.

[3] Bien que l'incidence du roulement des titres en portefeuille sur le taux d'imposition effectif dépende du rendement du capital investi et de la durée de la période d'investissement, elle se situe dans un éventail assez restreint à moins que la période d'investissement soit très courte. En outre, elle est importante seulement dans le cas de taux très faibles de roulement des titres en portefeuille.

[4] Pour de plus amples renseignements sur l'espérance de vie, voir : http://www.worldlifeexpectancy.com/your-life-expectancy-by-age (en anglais seulement).

Le tableau suivant présente le montant des épargnes (deuxième colonne) qui auront été accumulées en dollars réels (valeur en dollars courants) dans les comptes imposable et non imposable et pour le total des deux comptes. Ces calculs présument une répartition de l'actif identique dans les deux comptes. Bien qu'il soit possible de répartir l'actif d'une façon plus efficiente du point de vue fiscal, il a été démontré dans le document 4B que cette approche mène néanmoins à un portefeuille relativement efficient. Quoique nous déconseillions cette approche, elle simplifie l'illustration.

Non imposable	Épargnes réelles	Longévité après la retraite				Règle du 4 %
Années d'épargne		20	25	30	35	
20	27 831 $	1 879 $	1 607 $	1 429 $	1 305 $	1 113 $
25	37 819 $	2 554 $	2 184 $	1 942 $	1 773 $	1 513 $
30	49 426 $	3 338 $	2 854 $	2 538 $	2 317 $	1 977 $
35	62 913 $	4 248 $	3 633 $	3 231 $	2 949 $	2 517 $

Imposable	Épargnes réelles	Longévité après la retraite				Règle du 4 %
Années d'épargne		20	25	30	35	
20	24 504 $	1 484 $	1 240 $	1 079 $	964 $	980 $
25	32 209 $	1 950 $	1 630 $	1 418 $	1 268 $	1 288 $
30	40 673 $	2 463 $	2 058 $	1 790 $	1 601 $	1 627 $
35	49 970 $	3 025 $	2 528 $	2 199 $	1 967 $	1 999 $

Total	Épargnes réelles	Longévité après la retraite				Règle du 4 %
Années d'épargne		20	25	30	35	
20	52 335 $	3 363 $	2 847 $	2 508 $	2 269 $	2 093 $
25	70 028 $	4 504 $	3 814 $	3 360 $	3 041 $	2 801 $
30	90 098 $	5 800 $	4 912 $	4 328 $	3 918 $	3 604 $
35	112 883 $	7 274 $	6 162 $	5 430 $	4 916 $	4 515 $

possible que nous vivions plus longtemps que ce qu'indique l'espérance de vie moyenne.

Les quatre colonnes suivantes présentent le revenu annuel auquel peut s'attendre l'investisseur selon différentes périodes de longévité. Une comparaison des résultats pour les comptes imposable et non imposable illustre qu'il est extrêmement utile d'utiliser pleinement le compte non imposable. Les calculs présument que l'investisseur maintient la même répartition de l'actif à la retraite, mais cette présomption n'est pas nécessairement appropriée si ses portefeuilles constituent sa seule source de revenu prévu à la retraite. Toutefois, le retraité qui bénéficie d'un régime de retraite à prestations déterminées de l'employeur pourrait vraisemblablement se permettre de maintenir un niveau plus élevé de risque à la retraite. La dernière colonne présente le revenu annuel découlant de l'application de la règle du 4 % du revenu. La règle du 4 % est une règle approximative qu'utilisent certains conseillers pour guider les investisseurs qui planifient leur retraite : si vous retirez 4 % du solde du capital initial chaque année (après ajustement pour inflation) et vous avez d'excellentes chances de disposer de suffisamment d'argent pour 30 belles années.

Au cours des dernières années, on a reproché à la règle du 4% d'être trop généreuse dans un contexte de faiblesse des taux d'intérêt. Toutefois, les exemples fournis semblent indiquer que le revenu pour un horizon de 35 ans est très similaire à ceux qui découlent de la règle du 4 %. Toutefois, comme il a été indiqué, l'analyse n'intègre pas notamment l'incertitude des rendements futurs, ce qui peut expliquer les résultats favorables. Dans le document 5e, cette présomption est atténuée, mais acceptons pour l'instant la présomption de stabilité des rendements.

LE MONTANT D'ÉPARGNE NÉCESSAIRE POUR PRODUIRE 30 000 $ DE REVENU RÉEL APRÈS IMPÔT

Le tableau qui suit présente le revenu annuel découlant d'un investissement annuel de 5 000 $ dans un compte non imposable et de 7 500 $ dans un compte imposable. Tout d'abord, il est intéressant de constater que le revenu réel annuel est très similaire dans les deux comptes malgré le fait que les cotisations au compte non imposable soient moindres. La composition du rendement libre d'impôt est très

Non imposable	Épargnes réelles	Longévité après la retraite				Règle du 4 %
Années d'épargne		20	25	30	35	
20	139 156 $	9 397 $	8 036 $	7 146 $	6 524 $	5 566 $
25	189 094 $	12 769 $	10 920 $	9 710 $	8 865 $	7 564 $
30	247 128 $	16 688 $	14 271 $	12 690 $	11 585 $	9 885 $
35	314 567 $	21 242 $	18 166 $	16 153 $	14 747 $	12 583 $

Imposable	Épargnes réelles	Longévité après la retraite				Règle du 4 %
Années d'épargne		20	25	30	35	
20	183 780 $	11 127 $	9 299 $	8 089 $	7 233 $	7 351 $
25	241 567 $	14 626 $	12 223 $	10 633 $	9 507 $	9 663 $
30	305 044 $	18 469 $	15 435 $	13 427 $	12 005 $	12 202 $
35	374 773 $	22 691 $	18 963 $	16 496 $	14 749 $	14 991 $

Total	Épargnes réelles	Longévité après la retraite				Règle du 4 %
Années d'épargne		20	25	30	35	
20	322 936 $	20 524 $	17 335 $	15 235 $	13 756 $	12 917 $
25	430 661 $	27 395 $	23 143 $	20 343 $	18 371 $	17 226 $
30	552 172 $	35 157 $	29 706 $	26 117 $	23 590 $	22 087 $
35	689 340 $	43 933 $	37 129 $	32 649 $	29 496 $	27 574 $

Nous pouvons aussi être déçus de réaliser qu'afin d'atteindre cette cible de 30 000 $ de revenu réel annuel, nous devons épargner pendant 35 ans sauf si nous prévoyons une espérance de vie plus courte. En outre, ces résultats sont fondés sur un portefeuille qui produit des rendements annuels stables et qui contient une proportion de 70 % en actions, même à la retraite. La pénalité de revenu découlant de l'investissement dans un portefeuille à faible risque peut être importante au fil des décennies. Par exemple, nous pourrions indiquer que l'investisseur qui affecte la totalité de son portefeuille à des titres à revenu fixe pendant les périodes d'accumulation et de désaccumulation en tirerait, suivant les scénarios susmentionnés, un revenu annuel correspondant à seulement 35 % à 55 % du revenu susmentionné. De plus, un portefeuille composé d'une seule catégorie d'actifs ne peut pas produire de rendement excédentaire par suite du processus de rééquilibrage. Ainsi, il faut éliminer l'hypothèse d'un rendement à long terme de 0,25 % lié au rééquilibrage. Comme il a été expliqué dans le tout premier document intitulé « Pourquoi est-il important d'épargner ? », la retraite constitue pour la plupart des gens l'objectif le plus coûteux et il nécessite le plus de planification. Investir dans un portefeuille trop conservateur pendant des décennies ne fait que compliquer la donne.

La planification de la retraite est complexe et nécessite l'intégration de nombreuses variables dans l'analyse. Ce document s'est concentré sur certaines de ces variables, mais il faut tenir compte de beaucoup d'autres variables. Par exemple, nous n'avons pas abordé l'accès potentiel à d'autres sources de revenu de retraite, la possibilité d'héritage et de regroupement des ressources financières avec un conjoint, l'existence d'un fonds actuel d'épargne (que le calculateur simple pourrait traiter) et une gestion fiscale plus efficace. Un véritable portefeuille devrait également comporter une plus grande diversification des styles afin d'équilibrer les risques et d'augmenter l'efficacité du processus de rééquilibrage. L'incertitude considérable des marchés est une autre variable que nous n'avons pas prise en considération. Les rendements sur les actifs ne sont pas réalisés de façon linéaire (des crises financières se produisent) et les retraités peuvent avoir besoin d'appliquer certaines stratégies d'atténuation des risques pour éviter d'épuiser leurs épargnes, particulièrement s'ils n'ont pas accès à d'autres ressources financières. Tel est le sujet – le plus important de tous – qui sera abordé dans le prochain document.

CFA Québec

PRINCIPES D'INVESTISSEMENT
FICHE D'INFORMATION POUR PROFESSIONNELS CFA

ÉVALUATION DE VOS BESOINS FINANCIERS

LES RISQUES FINANCIERS, L'ATTÉNUATION DES RISQUES ET LE BON SENS

5E

AVERTISSEMENT

Dans le présent contexte, le terme conseiller financier est utilisé de façon générale et générique et réfère à toute personne dûment autorisée à œuvrer dans le domaine financier :

- Courtiers en placement
- Courtiers en épargne collective
- Courtiers en régimes de bourses d'études
- Courtiers sur les marchés dispensés
- Gestionnaires de portefeuille
- Gestionnaires de fonds d'investissement
- Représentants en assurance de personnes
- Planificateurs financiers (Pl. Fin.)

CFA Montréal

Tous droits réservés. © 2016 CFA Montréal
Toute reproduction intégrale ou partielle de ce document sans autorisation écrite de CFA Montréal est strictement interdite.

LES RISQUES FINANCIERS, L'ATTÉNUATION DES RISQUES ET LE BON SENS

Il est relativement facile d'élaborer un programme de retraite suivant l'hypothèse que les rendements réels du portefeuille seront stables. La réalité est cependant plus complexe, car tant le rendement à long terme du portefeuille et sa volatilité sont inconnues. De plus, les risques auxquels font face les investisseurs pendant les périodes d'accumulation et de désaccumulation varient : les risques financiers ont des conséquences plus graves vers la fin de la période d'accumulation et pendant la période de retraite.

Si une crise économique et financière se produit 15 ans avant la retraite, il est vraisemblablement possible d'atténuer l'incidence de cette crise sur le patrimoine financier total avant la retraite. D'autre part, l'investisseur dont le patrimoine financier paraît insuffisant à quelques années de la retraite a toujours la possibilité de travailler quelques années de plus pour compenser ce manque si l'accumulation de patrimoine projetée n'est pas atteinte. Une perspective peu réjouissante, mais l'investisseur aura sans doute encore l'occasion de travailler. Imaginons toutefois le cas d'un investisseur qui, en 2007, prévoyait de prendre sa retraite en 2009 et qui avait enclenché le processus. Est-ce que la crise financière de 2008 l'aurait forcé à réenvisager tout son plan à ce moment critique? Était-il même trop tard pour réexaminer son plan? Imaginons aussi le cas d'un investisseur qui faisait face à la même crise financière au début de sa retraite. Est-ce qu'il a paniqué et vendu une partie de ses actions tout juste avant que ne remontent les marchés boursiers?

Le contexte financier vers la fin de la période d'accumulation, et particulièrement au cours des 10 premières années après la retraite, a une influence considérable sur la durabilité du revenu de retraite. Heureusement, il est possible de gérer en partie cette incertitude à l'aide du bon sens, de méthodologies convenables d'atténuation des risques et de l'intégration d'autres produits financiers comme les rentes et les assurances-vie.

LES DEUX DÉFIS DES RETRAITÉS

Les retraités font face à deux défis. Premièrement, les rendements réels sur les obligations d'État sont actuellement faibles comparativement à la norme historique. Par exemple, la règle du 4 % analysée dans le document 4e et consistant à encaisser un montant indexé à l'inflation correspondant à 4 % du patrimoine initial a été établie lorsque les rendements réels des obligations du Trésor étaient aussi élevés que 2,6 % en moyenne[1]. Toutefois, au cours des dernières années, les rendements réels sur les obligations du Trésor sont demeurés beaucoup plus bas. Des périodes de rendement réel négatif ont été observées. Des rendements réels plus bas sur les actifs sûrs ont une incidence tant sur le revenu que l'on prévoit tirer des titres à revenu fixe que sur celui que l'on prévoit tirer du rendement des actions. Dans le cas des obligations, cela mène à un taux de rendement plus bas en revenu. Dans le cas des actions, cela a une incidence sur les gains en capital prévus. Enfin, il est impossible d'avancer avec certitude que les rendements réels sur les obligations du Trésor augmenteront éventuellement pour rejoindre les rendements historiques à long terme. En fait, les recherches récentes indiquent que des forces structurelles pourraient avoir réduit les rendements réels pour un avenir prévisible.

Deuxièmement, même si nous avons raison au sujet des attentes de rendement à long terme, la volatilité des marchés réduit considérablement notre capacité de conserver un revenu stable à la retraite. Prenons les deux scénarios suivants. Un investisseur a 1 million de dollars d'actifs et prévoit recevoir un revenu réel stable (ajusté en fonction de l'inflation) chaque année pendant 30 ans. Les rendements composés du portefeuille s'établissent à 6 % dans chaque cas, mais leur évolution diffère. L'inflation annuelle est stable à 2 %. Le tableau suivant présente les hypothèses de rendement ainsi que le revenu de placement annuel réel auquel l'investisseur pourrait s'attendre de son portefeuille.

	Scénario 1	Scénario 2
Rendement nominal An 1	-40 %	6 %
Rendement nominal Ans 2 et 3	29,1 %	6 %
Rendement nominal Ans 4 à 30	6,7 %	6 %
Rendement composé	6 %	6 %
Revenu annuel réel durable	49 195 $	57 280 $

Dans le scénario 1, une crise financière entraîne une perte de 40 % à l'An 1. Un rendement de 29,1 % est comptabilisé pour chacune des deux années suivantes, ce qui permet au portefeuille de simplement regagner la perte de 40 % sur une base composée à la fin de la troisième année. Des rendements de 6,69 % sont comptabilisés lors des années suivantes, ce qui mène à des rendements composés de 6 % sur 30 ans. Dans le scénario 2, le rendement était stable chaque année. Malgré le fait que les deux scénarios comportent des rendements composés à long terme identiques, le scénario à volatilité plus élevée se traduit par un revenu inférieur de 14 %. La retraite au début d'un marché baissier peut constituer un scénario catastrophique pour un retraité. Comme on le verra, les conséquences peuvent être encore plus graves.

Les analyses qui suivent se concentrent sur la période de désaccumulation. Nous présumons qu'un nouveau retraité a accumulé 1 million de dollars, répartis également entre les comptes non imposables et les comptes imposables. Son plan de revenu présume une espérance de vie de 30 ans après la retraite. Trois répartitions de titres en portefeuille sont envisagées, soit 30-40-30 (titres à revenu fixe, actions canadiennes et actions étrangères), 50-30-20 et 70-20-10.[2] Ces portefeuilles seront qualifiés de Croissance, Équilibré et Conservateur. Les hypothèses relatives aux rendements prévus à long terme, après déduction des frais totaux (1,0 %) et des impôts, sont indiquées dans le document 5d. Nous tiendrons aussi compte de l'incertitude des rendements dans les analyses qui suivent. Le tableau suivant présente le rendement réel à long terme annualisé prévu *après déduction des frais et des taxes* et la volatilité prévue pour chaque répartition de portefeuille.[3] Les volatilités sont fondées sur l'expérience acquise depuis la fin des années 1970.

[1] Finke, Michael, Pfau, Wade D. et David Blanchett. « The 4% Rule is Not Safe in a Low-Yield World », 2013.
[2] Les véritables portefeuilles devraient intégrer une diversité de styles pour réduire les risques et améliorer l'efficience du processus de rééquilibrage.
[3] Pour simplifier, l'estimation de rendement réel est un taux mixte combinant le rendement prévu après impôt pour le portefeuille imposable et le rendement non imposé pour le portefeuille non imposable.

	Croissance	Équilibré	Conservateur
Rendement réel prévu	2,5 %	1,7 %	0,9 %
Volatilité prévue	11 %	9 %	8 %

Les analyses sont fondées sur une série de simulations Monte-Carlo (10 000 essais pour chaque situation). Ainsi, chaque simulation est fondée sur 10 000 scénarios de 30 rendements annuels de portefeuille obtenus d'une distribution ayant les rendements prévus et la volatilité indiquée dans le tableau.[4] Nos objectifs sont simples. Premièrement, nous calculons le revenu annuel réel prévu qui peut être soutenu pendant 30 ans en fonction d'une hypothèse d'un rendement réel stable de 2,5 %. Ensuite, on intègre l'incertitude du rendement et on détermine :

- la probabilité que le revenu prévu ne puisse pas être soutenu;
- la probabilité que la règle du revenu de 4 % ne puisse pas être soutenue;
- l'incidence précise de l'évolution des rendements sur la durabilité du revenu de retraite.

Dans le cas d'un taux de rendement réel constant d'environ 2,5 % (découlant de l'allocation du portefeuille Croissance), l'investisseur ayant un portefeuille de 1 million de dollars (dont la moitié n'est pas imposée) pourrait obtenir un revenu après impôt réel (ajusté en fonction de l'inflation) d'environ 47 000 $ par année pendant 30 ans avant d'épuiser ses fonds (ou 4,7 % du patrimoine initial). Présumons donc qu'il s'agit du revenu que le retraité désire encaisser chaque année. Présumons aussi que le retraité conserve le même revenu, peu importe la répartition d'actifs qu'il a choisie afin de comprendre les conséquences d'un portefeuille à faible risque conjugué à un revenu élevé.

La figure suivante présente le pourcentage du revenu cible de 47 000 $ auquel le retraité peut s'attendre à recevoir en cas d'incertitude des rendements, du pire au meilleur scénario. Sont écartées de la figure la pire tranche de 2,5 % et la meilleure tranche de 2,5 % des scénarios (de sorte que 9 500 scénarios demeurent) afin d'éviter d'avoir à discuter de circonstances extrêmes. La même information est présentée pour les trois répartitions de portefeuille. Il est possible de conclure ce qui suit :

REVENU DURABLE (POURCENTAGE ET PROBABILITÉ)

[4] Pour la simulation, les rendements réels mentionnés dans le tableau sont convertis en rendements périodiques nominaux (ajustés en fonction de l'inflation).

Dans le cas d'une allocation au portefeuille Croissance, il existe une probabilité d'environ 50 % (voir B dans le graphique) d'avoir un revenu durable supérieur au revenu cible (100 % de 47 000 $ ou plus) et 50 % d'avoir un revenu durable inférieur au revenu cible. Il existe également d'importants risques de perte. Bien que cela soit improbable, certains scénarios de rendement mèneraient à un revenu durable qui correspondrait à seulement la moitié. De même, il y a une probabilité de 25 % (voir A) d'avoir un revenu durable qui équivaut à 80 % ou moins du revenu ciblé. Dans ces cas, si le retraité conservait le même revenu ciblé, il épuiserait ses fonds bien avant la fin de la période de 30 ans.

- Si le portefeuille est investi de façon plus conservatrice en conservant le revenu cible, la probabilité de ne pas atteindre la cible augmente respectivement à 68 % (voir C) et 82 % (voir D) pour les portefeuilles Équilibré et Conservateur. Il faut conclure que le montant de revenu ciblé doit être compatible avec la stratégie d'investissement.

- Même si les affectations plus conservatrices mènent à un revenu prévu plus stable, étonnamment, les résultats du pire scénario ne sont pas nécessairement meilleurs. Même si l'allocation au portefeuille Croissance est plus risquée, elle offre de meilleures chances d'obtenir un revenu de niveau inférieur. Il y a lieu de conclure que la renonciation au rendement prévu découlant d'une affectation plus conservatrice influe grandement sur le revenu sur une période aussi longue que 30 ans. Si le risque se définit comme la probabilité de ne pas atteindre un revenu de retraite de 47 000 $, alors l'allocation conservatrice est en réalité plus risquée.

Par conséquent, il faut aussi conclure qu'un retrait de 4,7 % est imprudent, peu importe le niveau de risque du portefeuille. Les taux de défaillance qui découleraient de l'application de la règle du 4 % du revenu ont aussi fait l'objet de simulations. Ils se situent respectivement à 32 %, 43 % et 59 % pour les allocations aux portefeuilles Croissance, Équilibré et Conservateur. Même un taux de retrait de 4 % semble trop élevé si l'objectif consiste en une faible probabilité d'épuisement des actifs.

Comme il a été mentionné, il est aussi intéressant de comprendre le rôle que joue l'évolution des rendements pour expliquer le rendement durable de revenu annuel. Lorsqu'on utilise une simulation, les résultats sont influencés par au moins deux facteurs :

- Le rendement composé réalisé sur tout l'horizon – Est-il supérieur ou inférieur à ce qui était prévu?

- L'évolution des rendements qui mènent à chaque rendement composé – Combien de chocs sur les rendements se sont-ils produits et quand?

Autrement dit, il est possible d'avoir raison au sujet du rendement composé à long terme du portefeuille et d'obtenir des résultats misérables en raison de l'évolution des rendements ou il est possible de se tromper au sujet du rendement composé à long terme et de bénéficier d'une évolution des rendements plus stable.

Pour isoler l'importance de l'évolution des rendements, nous avons refait la simulation afférente au portefeuille Croissance, mais avons forcé chaque scénario de rendement à produire un rendement réel d'exactement 2,5 %. Peu importe la volatilité et l'évolution des rendements, le rendement réel composé moyen après déduction des frais et des impôts sur 30 ans s'établissait à 2,5 %. Ces résultats ont ensuite été comparés avec la simulation absolue.

Les résultats (non indiqués) démontrent que l'évolution des rendements est plus importante que le rendement à long terme. Si un scénario se traduit par un revenu durable inférieur à la cible, il est probable d'allouer 60 % manque à gagner à l'évolution des rendements et 40 % à un rendement moyen à long terme plus faible.

En outre, les simulations démontrent également que les rendements moyens du portefeuille observés pendant les 10 premières années pour la tranche de 25 % des pires scénarios se situent à au moins 2 % de moins que ceux des 20 années précédentes pour les mêmes scénarios, illustrant ainsi que les rendements produits pendant les 10 premières années ont une influence considérable sur le bien-être financier.

Par conséquent, l'évolution des rendements et le rendement moyen à long terme ont une incidence considérable sur notre bien-être financier. Il est important de ne pas exagérer les rendements réels prévus et il faut trouver une façon de mieux gérer la possibilité de tendances défavorables.

COMMENT ABORDER LA QUESTION DE L'INCERTITUDE?

Afin de répondre à cette question, clarifions un aspect. Théoriquement, il existe une façon de ne jamais épuiser son revenu, mais l'approche n'est pas nécessairement agréable pour les retraités ni susceptible de mise en oeuvre dans la vie réelle. Toutefois, l'explication aidera l'analyse qui suit. Supposons que nous investissons selon la répartition du portefeuille Croissance et utilisons l'hypothèse d'un rendement nominal composé à long terme de 4,5 % (rendement réel de 2,5 % après déduction des frais et des taxes + inflation de 2 %). Comme il a été indiqué, si le taux réel de rendement était constant, il serait possible d'obtenir un revenu durable réel de 47 000 $. Toutefois, on ne peut pas compter sur la stabilité des rendements réels ni sur l'atteinte exacte du rendement réel à long terme prévu. Le tableau suivant illustre deux séries de rendements sur cinq ans. La première série présume un rendement nominal stable de 4,5 %, tandis que la deuxième présume une crise financière suivie d'une reprise. La valeur cumulative d'un investissement de 1 000 $ est aussi présentée dans les deux cas, et les deux valeurs sont égales après cinq ans.

	Rendement stable		Scénario d'effondrement			
	Rendement réel	Valeur cumulative	Rendement réel	Valeur cumulative	Ratio	Montant du revenu
An 1	4,5 %	1 045 $	-20,0 %	800 $	77 %	36 220 $
An 2	4,5 %	1 091 $	-15,0 %	680 $	62 %	29 470 $
An 3	4,5 %	1 141 $	25,0 %	850 $	75 %	35 261 $
An 4	4,5 %	1 193 $	25,0 %	1 063 $	89 %	42 190 $
An 5	4,5 %	1 246 $	17,2 %	1 245 $	100 %	47 291 $

Le tableau indique qu'après un an, les marchés n'avaient produit que 77 % de la valeur cumulative prévue. Après deux ans, ils n'en avaient produit que 62 %. C'est seulement après cinq ans que la valeur cumulative correspondait à l'attente de rendement à long terme. Par conséquent, l'une des façons d'éviter d'épuiser le revenu consisterait à encaisser annuellement un revenu égal au revenu ciblé multiplié par le ratio de la valeur cumulative ciblée qui a été atteint. Manifestement, certains retraités pourraient disposer de suffisamment de souplesse pour accepter un revenu inférieur dans certains cas, mais ce n'est pas tous les retraités qui le peuvent. En outre, il n'est peut-être tout simplement pas possible de réduire le revenu de plus de 30 %. Cependant, on pourrait utiliser une combinaison de trois approches pour réduire la probabilité d'épuiser le revenu.

Premièrement – Le bon sens

Il est impossible de prévoir exactement les rendements et l'évolution des rendements malgré tous nos efforts. Ce que nous savons, cependant, c'est que les faibles taux réels de rendement sur les titres du Trésor constituent actuellement une bonne indication que les rendements sur les actifs devraient être moindres que leurs rendements historiques. Ceux qui investissent dans les marchés financiers aujourd'hui constateront peut-être qu'ils ont besoin d'une plus grande proportion d'obligations de sociétés et d'actions pour obtenir les rendements dont ils ont besoin pour atteindre leur objectif de revenu. En outre, il faut demeurer réaliste, tant sur le plan du risque que sur le plan des rendements prévus. Il ne faut pas exagérer le revenu de retraite auquel on peut raisonnablement s'attendre.

Ainsi, le rendement réel à long terme prévu sur notre portefeuille de placement doit être raisonnable et tenir compte de l'état actuel du marché. Si le taux réel de rendement sur les obligations du Trésor est faible et que le ratio cours-bénéfices des actions est anormalement élevé (voir le document 3b), il sera difficile de prévoir des rendements à long terme élevés pour ces actifs. Il faut également intégrer l'incidence des frais et des impôts.

Deuxièmement, comme pour tout projet financier, il faut envisager dès le départ un coussin raisonnable. La cible de revenu réel doit être inférieure à ce qu'on tire du rendement réel moyen estimatif. Par exemple, être en mesure de tolérer une baisse de 20 % de revenu pendant les périodes difficiles réduira d'environ la moitié la probabilité d'épuisement du portefeuille. Ainsi, une probabilité de 50 % d'épuisement de tous les actifs passe à 25 %. Cela peut sembler beaucoup,

et ça l'est, mais nous devrions planifier nos dépenses de manière à tenir compte de telles possibilités. Toutefois, si la mauvaise conjoncture financière se redresse, la diminution de revenu peut être réévaluée.

Deuxièmement – Il y a d'autres possibilités qu'une approche axée seulement sur un portefeuille de placements

Les investisseurs qui désirent gérer l'atténuation de l'incidence du pire des scénarios devraient envisager d'autres possibilités de revenu que simplement leur portefeuille de placement. On peut notamment profiter d'instruments dont le cours est fondé sur la longévité prévue comme les rentes et certains types d'assurance-vie.

Pfau (2015) a réalisé d'intéressants travaux sur le rôle de la rente immédiate à prime unique (RIPU) et de l'assurance-vie entière dans le cadre d'une stratégie de retraite.[5] Dans son analyse, il compare trois options :[6]

- Option 1 : portefeuille de placements + assurance-vie temporaire;
- Option 2 : portefeuille de placements + RIPU sur deux têtes (couple) + assurance-vie temporaire;
- Option 3 : portefeuille de placements + RIPU sur une seule tête + assurance-vie entière.

À l'aide d'une simulation Monte-Carlo, il présente la répartition prévue du patrimoine à l'âge de la retraite (65 ans) pour les personnes actuellement âgées de 35 et de 50 ans, quoique la discussion qui suit se limite au premier cas. Il estime ensuite la répartition du revenu total à partir de toutes les sources à l'âge de 66 ans de même que le patrimoine en héritage à 66 ans et à 100 ans. Comme cela devrait être évident, l'achat d'assurance réduit la capacité de faire croître le portefeuille de placement pendant la période d'accumulation et l'achat d'une rente réduit la taille du portefeuille de placement pendant la période de désaccumulation.

Quelle est la meilleure option entre l'option 1 et l'option 2? Puisque le versement sur une RIPU dépend en grande partie de la longévité prévue, le taux de versement contractuel par dollar de rente acheté est assez élevé, soit 6,7 % pour une rente individuelle et 5,6 % pour une rente double (deux conjoints).[7] Toutefois, une partie du versement élevé s'explique par le fait que celui-ci n'est pas ajusté en fonction de l'inflation. Par exemple, dans notre exemple antérieur, il avait été présumé que le taux de versement du revenu réel sur le portefeuille de placement s'établirait à 4,7 % si on présume un rendement réel stable de 2,5 %. En l'absence d'ajustement en fonction de l'inflation, le taux de versement sur le revenu nominal s'établirait à 6,1 %. Si la société d'assurance continue d'exercer ses activités (les garanties gouvernementales sur les contrats de rentes sont souvent limitées), le paiement reçu en vertu du contrat de rente est le versement précisé pour la vie de la personne ou de celle des deux conjoints, tandis que celui sur le portefeuille de placement est un versement incertain et d'un montant moindre dans la plupart des cas. Toutefois, le désavantage réside dans le fait qu'une rente ne laisse aucun patrimoine en héritage.

Les résultats démontrent qu'une stratégie qui combine un portefeuille de placement et un RIPU peut améliorer le revenu total pendant la retraite au détriment, potentiellement, du patrimoine légué. Cela pourrait contribuer à la création du coussin de rendement abordé dans la section précédente.

Quelle est la meilleure option entre l'option 3 et l'option 2? L'option 3 remplace le contrat RIPU sur deux têtes par un contrat RIPU sur une seule tête en raison de l'existence d'une police d'assurance-vie entière achetée lorsque le retraité était âgé de 35 ans. Ainsi, le ratio de paiement sur la rente est plus élevé tandis que le conjoint est protégé et indemnisé contre les événements défavorables par la police d'assurance-vie entière. La police d'assurance-vie entière offre une prestation en cas de décès minimale qui croîtra au fil du temps, sa prime est essentiellement couverte par les dividendes produits par la police et sa valeur en argent augmente aussi au fil du temps. Étant donné que l'assurance-vie entière agit comme une sorte d'actif à revenu fixe, la répartition de l'actif intègre cet aspect, ce qui signifie que le portefeuille de placement a une plus forte pondération en actions.

Les résultats indiquent qu'une telle stratégie comporte, sur le plan du revenu, des avantages similaires à ceux de l'option 2, mais que l'incidence sur le patrimoine est beaucoup plus favorable. Dans certains cas, elle est même plus forte que pour l'option 1.

L'innovation financière pourrait permettre l'éclosion de nouveaux produits d'assurance plus appropriés. Nous avons essayé de plaider que l'introduction de produits d'assurance,

[5] Pfau, Wade (2015), "Optimizing Retirement Income by Combining Actuarial Science and Investments," *One America Financial Partners*.
[6] La revue de tous les détails entourant ces analyses échappe à l'objectif du présent document, et les parties intéressées devraient lire l'article de Pfau.
[7] Est digne de mention le fait que Pfau présume dans ses analyses que le taux de versement de la rente est de 1 % supérieur au taux offert en moyenne au début de 2015, car il présume que le taux réel des obligations du Trésor sera au moins 1 % plus élevé dans 30 ans lorsque la personne de 35 ans prendra sa retraite.

combinés avec un portefeuille de placement, peut aider à atténuer le risque de survivre à ses propres épargnes.

Troisièmement – La gestion des risques

Il s'agit d'un aspect qui n'est pas bien couvert dans les textes. Depuis longtemps, nous invoquons l'argument selon lequel il est difficile de prévoir les rendements sur les actifs, mais nous avons aussi avancé l'argument dans le document 3f selon lequel les approches de rééquilibrage efficaces améliorent les rendements composés. Certaines approches de rééquilibrage sont fondées sur le risque. Ces approches se fient aux prévisions de volatilité et de dépendance (corrélations) pour gérer le risque total du portefeuille (allocation).

Par exemple, certaines approches de rééquilibrage visent à maintenir constante la volatilité du portefeuille, tandis que d'autres visent à plafonner la volatilité du portefeuille à un niveau maximal. Enfin, contrairement aux prévisions de rendement qui se sont révélées dénuées de toute fiabilité la plupart du temps, les prévisions de risque se sont révélées beaucoup plus exactes. Éventuellement, ces approches pourraient contribuer à la gestion du risque de désaccumulation.

Le rôle des fonds à date cible (FDC)

Les FDC sont des fonds d'investissement qui investissent dans un groupe diversifié d'actifs et qui transfèrent la répartition de l'actif afin de réduire graduellement le risque de marché au fur et à mesure que chaque investisseur s'approche de sa date de retraite cible. Par exemple, un tel fonds peut comporter une proportion d'actions aussi élevée que 80 % ou plus lorsque l'investisseur en est à 20 ans de sa retraite, mais la proportion peut être réduite à environ 50 % alors que l'investisseur aborde la retraite et être réduite davantage après la retraite (dans le cas des FDC qui offrent des solutions postérieures à la retraite). Ainsi, un tel produit présume que le principal déterminant de la répartition stratégique de l'actif est le temps qu'il reste avant la retraite ou le temps passé à la retraite.

Naturellement, un tel produit laisse l'investisseur exposé à une crise financière importante à l'approche de la retraite (si on présume que la proportion d'actions se situe à environ 50 %, ou même peut-être davantage) et le rendement prévu sur le portefeuille diminuera au fil du temps et pourrait devenir assez faible après la retraite. Ces produits ne prennent généralement pas en considération les fluctuations du risque propre au marché des actions au fil du temps ni n'intègrent généralement les caractéristiques particulières des investisseurs relativement à la tolérance au risque, à l'espérance de vie (qui peut varier selon le style de vie et la santé actuelle, et non pas uniquement en fonction de l'âge et du sexe) et la situation financière globale. Par exemple, il n'est pas encore prouvé que la simple diminution de l'exposition aux actions au fil du temps constitue la meilleure approche de gestion des risques à long terme pour tous les investisseurs. Néanmoins, certaines versions de ces produits sont assorties de frais très bas, et les recherches ont démontré que les investisseurs de ces fonds risquent moins de réagir émotivement aux événements sur le marché. Ils sont plus susceptibles d'être des investisseurs stables et obtiennent généralement de bien meilleurs rendements que des investisseurs autonomes. Ainsi, même s'il n'est pas démontré que les fonds à date cible constituent la meilleure solution pour la planification de retraite du point de vue structurel, il pourrait s'agir d'une solution appropriée pour de nombreux investisseurs moyens. Ces fonds offrent des portefeuilles à faible coût et diversifiés qui sont systématiquement et périodiquement rééquilibrés.

La planification de retraite est complexe, car il faut considérer de nombreuses variables incertaines comme les rendements prévus à long terme, l'évolution des rendements, l'inflation, la longévité, la santé et l'imposition. Il faut établir des plans de placement appropriés, intelligents et efficaces, car nous avons besoin d'autant de coussins de revenu que possible pour faire face aux incertitudes qui se présenteront jusqu'à la toute fin. En définitive, c'est une question d'expertise appropriée, de bonne planification et de bon sens. Nos ambitions doivent suivre nos moyens.

Ce document termine notre démarche d'information. Il pourrait être utile dans ce contexte de revenir aux 10 principes d'investissement que les investisseurs devraient suivre et qui sont énoncés dans le document d'ouverture. Ces principes doivent maintenant revêtir un sens important pour chacun d'entre nous, investisseurs et conseillers.