

# Préparez-vous à la bousculade; le troupeau grossit.

L'ascension des produits à gestion passive.



Août 2016

**Paul Hamilton, CFA**  
Vice-président, Actifs gérés

**Mark Thomson, MFA, CFA**  
Directeur général, Actions

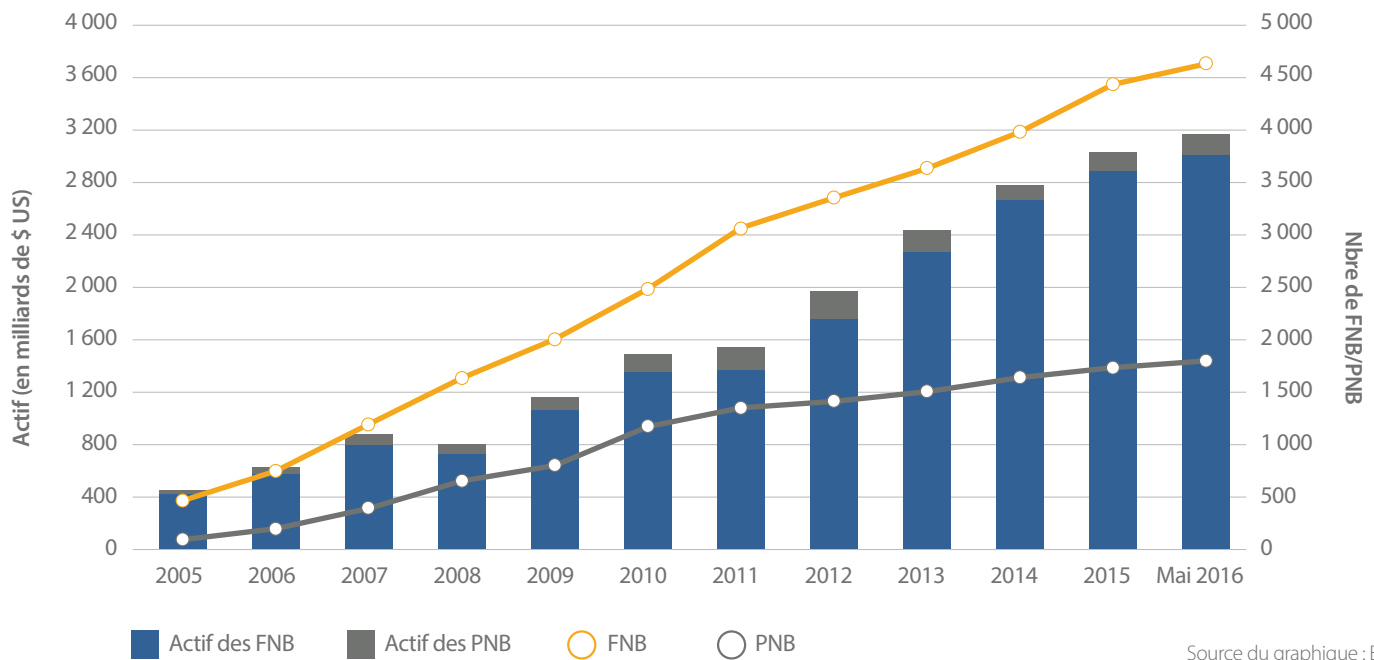
**David Gregoris, MBA, CFA**  
Directeur général, Revenu fixe

## Sommaire :

Depuis quelque temps, les fonds négociés en bourse connaissent une croissance fulgurante. À la fin du mois de juin 2016, les actifs qui y étaient investis mondialement se chiffraient à 3,177 mille milliards de dollars américains, soit un nouveau sommet pour cette catégorie d'actif. Aujourd'hui, environ le tiers des actions américaines est détenu dans des fonds indiciels. Dans certains cas, la popularité accrue des produits à gestion passive pourrait entraîner des conséquences indésirables, comme la mauvaise affectation des capitaux de placement ou l'intensification de la volatilité découlant du comportement moutonnier des investisseurs. Pour sa part, la gestion active favorise un écosystème de l'investissement sain et une plus grande confiance des investisseurs, puisqu'elle contribue à améliorer l'efficacité des marchés. Elle permet aussi aux investisseurs d'aspirer à des rendements supérieurs à la moyenne.

Selon un rapport sur l'industrie publié en juin 2016 par ETFGI, société de recherche et de services-conseils, les actifs détenus dans des fonds négociés en bourse ou des produits échangés sur les marchés ont touché un sommet record de 3,177 mille milliards de dollars américains. Vanguard, chef de file dans les placements à gestion passive (selon les actifs), a indiqué détenir des actifs sous gestion de plus de 3,5 mille milliards de dollars américains, dont une proportion de plus de 70 % était affectée à des produits indiciels. Par l'entremise des fonds Vanguard, les investisseurs détiennent une part d'environ 5 % dans toutes les sociétés cotées en bourse aux États-Unis et de 1 % dans celles inscrites à des bourses étrangères. En fait, le tiers des actions américaines est détenu au sein de fonds indiciels. En 2015, les investisseurs américains ont retiré 145 milliards de dollars d'actifs des fonds gérés activement et investi 398 milliards de dollars dans des fonds à gestion passive<sup>1</sup>. Au Canada, la valeur des FNB a, en mai 2016, dépassé les 100 milliards de dollars pour la première fois. Ceux-ci comptent pour environ 7,8 % de l'actif canadien détenu dans des fonds communs de placement<sup>2</sup>.

## Croissance mondiale des FNB et des PNB



## Des conséquences indésirables

La nouvelle réglementation de l'industrie, notamment le MRCC 2 et les normes fiduciaires, de même que les nouvelles technologies financières émanant d'entreprises informatiques spécialisées dans ce domaine ont favorisé l'essor des produits à gestion passive. En cherchant d'abord et avant tout à réduire au maximum leurs frais de gestion, les investisseurs qui se sont tournés vers les produits à gestion passive ont négligé le principe fondamental des placements, soit l'obtention d'un rendement du capital investi attrayant. Les fonds indiciels à gestion passive ne tiennent pas compte des évaluations et ne s'attardent, par conséquent, qu'aux prix.

Qui plus est, les fonds indiciels pondérés en fonction de la capitalisation boursière peuvent faire grimper les évaluations de certains titres, puisque les rentrées de fonds additionnelles qu'ils suscitent exercent des pressions haussières sur le prix des titres les plus importants, privant en revanche les plus petites entreprises de capital. En appliquant ces tendances à l'économie en général, celles-ci pourraient entraver la croissance économique à long terme<sup>3</sup>. Au moment d'écrire ces lignes, 68 % des actions de Apple Inc., plus importante entreprise au monde au chapitre de la capitalisation boursière, sont détenues par des investisseurs institutionnels. Parmi eux, Vanguard, State Street et Black Rock figurent en tête de liste, ayant acquis approximativement 16 % des actions en circulation de cette société (source : Bloomberg). Dans un fonds indiciel pondéré en fonction de la capitalisation boursière, Apple, ainsi que les sociétés qui la suivent, soit Alphabet, Microsoft et Exxon Mobile, continueront d'attirer les capitaux des investisseurs simplement en raison de leur statut de grande entreprise, et non en fonction de l'évaluation de leurs titres ni de leur rendement du capital investi potentiel.

L'importante concentration des placements d'investisseurs qui ont tous recours au même algorithme du risque représente une autre incidence

indésirable de l'intérêt croissant manifesté aux fonds indiciels à gestion passive. Cela pourrait donner lieu à un comportement moutonnier, qui attiserait la volatilité des marchés. Par exemple, BlackRock gère un actif de 4,6 mille milliards de dollars américains, mais par l'entremise de Aladdin, sa plateforme exclusive de gestion des risques, son influence s'étend aussi à presque 7 % des actifs financiers du monde entier. Ainsi, le fait qu'une portion si importante des actifs mondiaux disponibles à l'investissement soit tributaire du même mode de pensée risque d'exacerber la volatilité des marchés en situation de crise<sup>4</sup>. Même en présence d'un accès instantané à l'information, d'outils puissants de compilation de données et de gestionnaires chevronnés et compétitifs à l'œuvre partout dans le monde, le volume incroyable de données peut entraver les décisions de placement. Les données ne remplacent pas les connaissances, et encore moins la sagesse.

Cherchant inlassablement à payer moins de frais de gestion pour accroître leurs rendements, les investisseurs particuliers risquent de limiter leur accès à des conseils professionnels de qualité, ce qui pourrait se traduire par une piètre performance à long terme. Par exemple, lors de la crise financière de 2008, combien d'argent un investisseur aurait-il été prêt à payer en échange de conseils judicieux en matière de diversification des placements parmi les différentes catégories d'actif? Un particulier détenant uniquement des placements en actions et gérant seul son portefeuille n'aurait su trouver refuge dans un portefeuille de FNB d'actions, même si celui-ci exigeait des frais moins élevés.

Comme le démontre l'exemple ci-dessous, le marché boursier canadien est concentré dans trois secteurs : services financiers, énergie et matières de base. Les FNB qui tentent de reproduire cette répartition idiosyncrasique favorisent les secteurs de l'énergie et des matières de base, et ce, même si

les sociétés de ces secteurs dégagent des bénéfices moins élevés. Le plus important FNB au Canada, le FNB iShares S&P/TSX 60 Index, gérait un actif de 12,06 milliards de dollars canadiens au 30 juin 2016, soit presque 12 % de la valeur totale des actifs détenus dans des FNB du Canada<sup>5</sup>. La nature même d'un indice l'empêche de tenir compte des évaluations, ce qui signifie que celui-ci peut, à tout moment, détenir des titres largement surévalués.

Bref, ce qu'il faut retenir, c'est qu'un investisseur passif s'expose à la volatilité et aux risques de l'indice sous-jacent des produits où il investit et, ainsi, ne peut être protégé contre le risque de pertes en cas de baisse. Le bon sens dicte qu'un portefeuille axé sur la valeur, composé uniquement d'un sous-groupe de titres sous-évalués, soit moins risqué que l'indice dans son ensemble. À notre avis, « risque » est synonyme de « perte potentiellement permanente de capital », et la réussite en matière de placement repose sur la capacité de limiter les pertes qui nuisent au taux de croissance du capital.

#### Revenu c. pondération dans le TSX

	Pondération		
	TSX	Fonds d'actions canadiennes BG	Différence
Énergie	20.2 %	12.4 %	-7.8 %
Matières de base	14.4 %	4.9 %	-9.5 %
Produits industriels	8.6 %	9.9 %	1.3 %
Biens de consommation discrétionnaire	5.9 %	12.1 %	6.2 %
Biens de consommation de base	4.0 %	5.1 %	1.1 %
Soins de santé	0.6 %	0.0 %	-0.6 %
Services financiers	35.7 %	41.3 %	5.6 %
Technologies de l'information	2.7 %	2.8 %	0.1 %
Services de télécommunications	5.6 %	11.6 %	6.0 %
Services publics	2.3 %	0.0 %	-2.3 %
Immobilier	0.0 %	0.0 %	0.0 %
Total	100 %	100 %	

	Sources du revenu		
	TSX	Fonds d'actions canadiennes BG	Variation
Énergie	2.3 %	-1.5 %	-3.8 %
Matières de base	3.1 %	6.0 %	2.9 %
Produits industriels	13.0 %	10.9 %	-2.0 %
Biens de consommation discrétionnaire	6.4 %	15.5 %	9.2 %
Biens de consommation de base	2.7 %	4.7 %	2.1 %
Soins de santé	-0.1 %	0.0 %	0.1 %
Services financiers	62.3 %	54.1 %	-8.2 %
Technologies de l'information	3.1 %	1.8 %	-1.3 %
Services de télécommunications	6.4 %	8.3 %	1.9 %
Services publics	0.9 %	0.0 %	-0.9 %
Immobilier	0.0 %	0.0 %	0.0 %
Total	100 %	100 %	

- Le secteur des services financiers compte pour 36 % de l'indice TSX, mais contribue à 62 % de son revenu.
- Le segment de l'énergie représente 20 % de l'indice TSX, mais contribue actuellement à seulement 2 % de son revenu.
- Même si, dans le Fonds BG, les matières de base représentent seulement 34 % de la pondération du TSX, les placements qui en sont issus ont dégagé un revenu deux fois plus élevé que celui de l'indice.

Source : Beutel Goodman, au 30 juin 2016

## L'efficacité des marchés repose sur la gestion active

L'analyse fondamentale classique consiste à tisser ensemble des renseignements disparates afin de repérer des occasions attrayantes. Le capital est investi en vue d'obtenir un RCI raisonnable, et non en fonction de la capitalisation boursière d'une société ou, dans le cas de certains FNB de titres à revenu fixe, de son niveau d'endettement.

Les experts ont critiqué la gestion active en soutenant que, compte tenu des frais, le gestionnaire moyen ne peut pas dépasser l'indice de référence. La gestion active a été la victime de son propre succès, puisque plusieurs experts vifs d'esprit et bien instruits ont fait leur entrée dans le domaine et utilisé leur prouesse analytique pour rendre les évaluations de titres conformes aux caractéristiques fondamentales des sociétés en question.

L'efficacité du marché repose sur la mesure dans laquelle le prix des titres reflète tous les renseignements importants disponibles. Sans la présence d'un écosystème sain de gestionnaires actifs qui effectuent des analyses

indépendantes sur les titres, il n'y aurait probablement aucun processus adéquat pour déterminer les prix. La flambée de la gestion passive risque de faire dévier le prix des actions de leur valeur intrinsèque pendant des périodes prolongées, ce qui pourrait donner naissance à des occasions accrues pour les gestionnaires actifs. L'efficacité des marchés, qui résulte en partie du travail des gestionnaires actifs, permet aux investisseurs de participer aux activités de négociation en toute confiance, sachant que le prix des actions est juste, et ce, tant pour les acheteurs que les vendeurs. Des marchés efficaces permettent à des sociétés en pleine expansion de recueillir les capitaux en quantités considérables et favorisent la confiance de millions d'investisseurs<sup>6</sup>.

Dans le cadre de leur rôle visant à favoriser la solidité de l'écosystème financier, les gestionnaires actifs sont en mesure de repérer des occasions de placement lorsque les indices sont coûteux. Chez Beutel Goodman, le processus de placement relatif aux actions exige, à tout le moins, que le

titre soit offert moyennant un rabais équivalent au tiers de la valeur de l'entreprise (la valeur intrinsèque fondamentale d'une action) sur un horizon de placement de trois ans. Bien que certains avancent que, dans l'ensemble, les marchés boursiers frôlent leur pleine valeur, nous avons, grâce à notre analyse fondamentale ascendante, récemment repéré un certain nombre de titres individuels de premier ordre qui se négocient moyennant des évaluations attrayantes.

## Revenu fixe

Pour ce qui est des FNB d'actions pondérés selon la capitalisation boursière, les investisseurs sont parvenus à un consensus sur les évaluations des titres des sociétés qui les composent. Les entreprises prospères qui offrent des produits et services désirables, sont gérées par des gestionnaires compétents et peuvent accroître leur chiffre d'affaires attireront naturellement plus de capitaux de placement. Dans la majorité des cas, celles qui affichent la capitalisation boursière la plus élevée ont, à juste titre, atteint cette position en fonction des caractéristiques fondamentales qui rehaussent leur attrait aux yeux des investisseurs. En revanche, les épargnants qui placent leurs capitaux dans des FNB de titres à revenu fixe pondérés selon la capitalisation boursière investissent dans les émetteurs les plus endettées. Comme la liquidité est essentielle pour les FNB de titres à revenu fixe, ceux-ci risquent de favoriser les grands émetteurs de titres d'emprunt nonobstant le risque de crédit y afférent. En fait, une société en déclin qui émet plus de titres d'emprunt afin de répondre à ses besoins financiers pourrait éventuellement représenter une partie importante de l'ensemble de l'indice et, par conséquent, des portefeuilles des investisseurs.

Chez Beutel Goodman, nos portefeuilles de titres à revenu fixe de premier ordre regroupent des titres qui répondent à nos critères de placement fort rigoureux : liquidité, transparence, caractère non cyclique et barrières à l'entrée élevées. Il faut procéder à une évaluation indépendante des obligations de sociétés pour éviter les défaillances. Il est important de ne pas se fier uniquement à l'évaluation des agences de notation. Les trois obligations suivantes illustrent pourquoi :

### Enron

L'agence de notation S&P avait assuré les investisseurs que le crédit d'Enron était de catégorie investissement. . . jusqu'au moment où cette dernière a déclaré faillite. Cette agence n'a pas dérogé de cette note, et ce, même si elle pouvait consulter plus facilement les livres comptables de la société que le grand public. Quelques jours avant qu'Enron admette avoir surévalué ses profits, un analyste clé de S&P a exprimé sa profonde conviction qu'il n'y avait aucune raison de s'inquiéter des problèmes hors bilan d'Enron.

### Bell Canada

Le 17 avril 2007, S&P attribuait à Bell Canada une notation de A(-)...le 24 septembre 2007, cette agence de notation abaissait cette note de 4 niveaux pour l'établir à BB(+). . .ou « titre de pacotille ». . .en raison du risque lié aux acquisitions par emprunt.

### ABCP (Rocket Trust)

En février 2003, DBRS attribuait à Rocket Trust une notation de R-1 (élevé). En août 2007, cette entreprise a cessé d'émettre des obligations et n'a pas été en mesure de les racheter à leur échéance. . .et DBRS a reconfirmé sa notation de R-1 (élevé) à son égard. DBRS a réduit sa note à D (en défaillance) seulement quand Rocket Trust a demandé la protection prévue par la LACC.

En résumé, les gestionnaires professionnels actifs de titres à revenu fixe, qui font appel à des décisions indépendantes en matière de crédit et à d'autres reposant sur la durée et la courbe de rendement, ont accès à de nombreux outils pour assurer la liquidité d'un portefeuille et pour protéger les investisseurs contre les pertes de capital permanentes.

## Occasions, choix et identité

La gestion active, que ce soit pour les actions ou les titres à revenu fixe, a donné naissance à une industrie mondiale vigoureuse qui a créé plusieurs bons débouchés d'emplois. Elle a aidé à intégrer les marchés obligataires avec les marchés des actions du monde entier, tout en y incorporant les marchés des marchandises, des devises, de l'immobilier et des comptes débiteurs. L'homogénéité grandissante du marché mondial a engendré une croissance économique plus rapide, des innovations accrues et une plus grande tendance à la démocratie, de même que de meilleures perspectives pour la paix dans le monde<sup>6</sup>.

La gestion active offre des choix et des occasions pour l'obtention de résultats supérieurs à la moyenne.

La gestion indiciaire représente la « socialisation » du placement, promettant les mêmes résultats à tous les investisseurs, soit le rendement du marché (déduction faite de frais de gestion et de frais d'opérations modérés). Les épargnants investissent pour plusieurs raisons différentes, comme pour financer leurs besoins futurs en matière de revenu, avoir un impact positif sur la société ou l'environnement et promouvoir le capitalisme de libre marché. En matière de véhicules de placement, les investisseurs ont l'embarras du choix pour exprimer leurs propres préférences. Prenons par exemple l'achat d'une automobile : certains consommateurs expriment leurs préférences pour le caractère pratique et le prix de la Cruze de Chevrolet, alors que d'autres présentent plutôt la haute performance et la vivacité de la Corvette. Chaque consommateur est satisfait de son propre choix, puisque celui-ci cadre avec son identité, ses valeurs et ses buts.

**C'est la prérogative d'un investisseur averti de décider lui-même s'il se contentera de résultats « moyens » ou s'il paiera plus pour la possibilité d'obtenir des rendements rajustés en fonction du risque supérieurs dans l'avenir.**

### SOURCES :

- <sup>1</sup> « Index We Trust », The Economist, 11 juin 2016
- <sup>2</sup> Association canadienne des FNB, statistiques à propos de l'industrie, 20 juin 2016, et IFC, 31 mai 2016
- <sup>3</sup> « Heading Passively To The Poorhouse », Charles Gave, Gavekal Research, mai 2016
- <sup>4</sup> « The Monolith and the Markets », The Economist, 7 décembre 2013
- <sup>5</sup> Association canadienne des FNB, rapport mensuel de juin 2016
- <sup>6</sup> « In Defense Of Active Investing », Charles D. Ellis, CFA Financial Analyst Journal, juillet/août 2015

Ces renseignements représentent les opinions de Beutel, Goodman & Company Ltée en date du mois d'août 2016 et peuvent être modifiés sans préavis. Ils sont fournis à titre d'information seulement; on ne devrait pas se fier aux renseignements contenus dans ce document, ceux-ci ne constituant pas des conseils précis financiers, fiscaux, de placement ou d'ordre juridique, ni de toute autre nature. La présente communication ne constitue pas une sollicitation d'achat ou de souscription de titres. Beutel, Goodman & Company Ltée ne recommande ni n'endosse aucunement les titres mentionnés dans cet article.

©2016 Beutel, Goodman & Company Ltée. Tous droits réservés. Ne pas reproduire, distribuer, vendre ou modifier sans l'approbation écrite préalable de Beutel, Goodman & Company Ltée.