

La gestion indicielle mérite-t-elle une autre chance?

Richard Guay, Ph.D., CFA, FRM

Professeur titulaire en finance, ESG UQAM

Chaire CDPQ en gestion de portefeuille

CIRANO

Montréal, Québec

Novembre 2013

Le rendement moyen de la gestion active (après frais) aux USA

Le rendement moyen sur 41 ans (1968-2008)

- 9,0 % pour l'indice S&P500;
- 7,6 % pour la moyenne des fonds d'actions U.S.

« Bien qu'il soit impossible que les fonds communs surpassent systématiquement le marché, il est possible qu'ils sous-performent systématiquement en générant trop de recherche (i.e.: de frais de gestion) et de frais de transactions.»

Extrait de Bogle, John C. (2010) "Common Sense on Mutual Funds ", Wiley, Fig. 5.1 p.150, 154.
Traduction libre.

Le rendement moyen de la gestion active (après frais) aux USA

The aggregate portfolio of actively managed U.S. equity mutual funds is close to the market portfolio, but the high costs of active management show up intact as lower returns to investors.

... few funds produce benchmark-adjusted expected returns sufficient to cover their costs.

- Fama and French (2010), "Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns", vol. 65, Issue 5, Journal of Finance

Le rendement moyen de la gestion active (après frais) au Canada

“Over five-year periods, only 10 % of actively managed Canadian Equity funds outperformed the TSX Composite”

- S&P Dow Jones Indices versus active funds (SPIVA) Canada Scorecard” Year-end 2012, S&P Dow Jones Indices, McGraw Hill Financial 2013.

Il est difficile d'identifier à l'avance un gestionnaire performant

Managers with extraordinary skills may exist, but as I argued... such managers are in the minority. And as Ellis has reminded us, they are very hard indeed to identify in advance.

- Sharpe, William (2013), "The Arithmetic of Investment Expenses" , Vol. 69, no. 2, Financial Analyst Journal

Au classement général des rendements de portefeuilles, qui gagnera la partie?



Les gestionnaires expérimentés en gestion active.

OU

Les apprentis sans expérience MAIS qui choisissent la gestion indicielle?

Surprise! Les apprentis sont plus souvent au dessus de la médiane des rendements nets.
Comment est-ce possible?

Au classement général des rendements en gestion active, qui gagnera la partie? Montréal ou Boston?



Un bon indice aura un rendement avant frais similaire à la moyenne des gestionnaires. L'indice représente le marché, il ne se bat pas contre les gestionnaires.

Les gestionnaires actifs (avec talent, travail et technologie) se «battent» typiquement entre eux. Le résultat est plus incertain et ils ont des frais plus élevés. La moyenne des gestionnaires actifs auront ainsi des rendements après frais inférieurs à l'indice.

Pourquoi est-ce difficile de prévoir le rendement du gestionnaire?

Pourquoi est-il plus facile pour un professeur de prévoir si la note de son étudiant sera supérieure à la médiane à l'examen?

Pourquoi est-il difficile pour un comité de retraite de prévoir si le rendement de son gérant sera supérieur à la médiane?

- Pourtant, le comité de retraite utilise plus de statistiques, d'analyses et de consultants pour évaluer son gérant... que le professeur;
- Pourtant, mon gérant est intelligent, expérimenté, travaille fort et accède à une foule d'analyses et d'informations.

Pourquoi est-ce difficile de prévoir?

C'est lié au rôle du talent ET de la chance

La note de l'étudiant sera-t-elle au-dessus de la médiane?

- Presqu'exclusivement lié au talent et à l'effort d'étudier;
- Très peu lié à la chance ou à la malchance.

Il y a de la persistance dans les résultats: c'est facile à prévoir

Le résultat du gérant sera-t-il au dessus de la médiane?

- La chance (ou malchance) joue un rôle important;
- Un gérant compétent peut acheter un «aubaine» mais une mauvaise nouvelle imprévisible frappe le titre à la baisse. C'est de la malchance et son rendement est inférieur à celui du S&P500.
- Un gérant inexpérimenté peut acheter un titre «surévalué» et une bonne nouvelle imprévisible pousse le titre à la hausse. C'est de la chance et son rendement est supérieur à celui du S&P500.

Il y a peu de persistance dans les résultats: c'est difficile à prévoir

La persistance est liée au talent ET au «role» de la chance

Si seul le talent importe (pas la chance): il y a persistance des rendements et c'est plus facile à prévoir

–Est-ce que je gagnerai le tournoi d'échec?

–Est-ce que je serai au dessus de la moyenne à l'examen final?

–**Est-ce que les Canadiens vont vaincre les Bruins de Boston à la prochaine partie?**

–**Est-ce que mon gestionnaire sera au dessus de l'indice en 2014?**

–Est-ce que je gagnerai au moins un billet gratuit au 6/49 de vendredi prochain?

Si uniquement la chance importe (pas le talent) : il n'y a aucune persistance et aucune capacité de prévisionnelle.

Conclusion

Il est difficile d'identifier à l'avance un gestionnaire actif qui dégagera un rendement après frais supérieur à un indice représentatif.

La politique de placement représente typiquement plus de 90 % du risque de la caisse de retraite (de provoquer un déficit ou d'en sortir).

Pourtant, pour la caisse de retraite typique :

Il y a beaucoup moins de ressources allouées à l'amélioration de la politique de placement (notamment le choix des indices) qu'il y en a pour rémunérer la gestion active!

Les biais comportementaux permettent d'expliquer la persistance de cette situation.

Merci

Richard Guay, Ph.D., CFA, FRM

Professeur titulaire de l' ESG UQAM et CIRANO,
Chaire CDPQ en gestion de portefeuille