

Guide sur les portefeuilles d'actions à stratégies multiples à l'intention des répartiteurs d'actifs

Cameron Stoddard, CFA,
vice-président et gestionnaire de portefeuille, Répartition des actifs institutionnels

Nicole Lomax, CFA,
vice-présidente et gestionnaire de portefeuille, Répartition des actifs institutionnels

Jafer Naqvi, CFA,
vice-président et directeur, et gestionnaire de portefeuille, Répartition des actifs institutionnels

La sélection des stratégies d'actions pour les investisseurs institutionnels est un processus important qui peut être long, tant du point de vue de la mise en œuvre que de la gestion continue. Un défi de taille qui découle de ce processus est qu'il peut inciter les investisseurs à se concentrer sur chaque mandat d'actions individuellement lorsqu'ils évaluent ses forces. En tant que répartiteur d'actifs, il est essentiel de reconnaître que toutes les stratégies d'actions ont des biais de style et de s'assurer que la structure globale

du portefeuille contient les bons styles pour affronter n'importe quel contexte de marché. Selon cette approche axée sur la forme (ou Gestalt), le tout est plus grand que la somme de ses parties, à condition que celles-ci s'imbriquent. Il peut être complexe et long de trouver et de maintenir une combinaison optimale de styles au sein des catégories d'actif et entre celles-ci, mais les investisseurs pourraient profiter d'une volatilité réduite et de rendements ajustés au risque améliorés.

Pour comprendre l'importance de bien diversifier les styles d'actions, il faut tenir compte du rendement des placements axés sur la valeur et la croissance à long terme. Comme le montre la **figure 1**, ces stratégies ont affiché un rendement très différent dans différents contextes de marché. Certains régimes de marché peuvent perdurer pendant des décennies, et le fait d'avoir pris la mauvaise décision quant à une

opération sur un style d'actions peut entraîner une sous-performance structurelle. Même pendant un régime à long terme, les périodes de rendement supérieur sur plusieurs trimestres ou sur plusieurs années des autres styles créent des risques, ainsi que des occasions d'ajouter de la valeur en modifiant tactiquement la répartition aux différents styles.

Figure 1 – Une perspective historique des placements axés sur la valeur et la croissance



Source : Données de Fama/French, consultées sur le site de la Kenneth R. French Data Library. Au 30 avril 2022.

Chaque catégorie d'actif, y compris les titres à revenu fixe et les placements alternatifs, a des biais de style, mais la diversité et la liquidité du marché boursier font en sorte que les actions offrent un ensemble particulièrement puissant d'outils pour modifier l'exposition aux facteurs sous-jacents d'un portefeuille.

Dans les pages qui suivent, nous nous penchons sur les avantages de la diversification des styles d'actions et nous fournissons un cadre pour sa mise en œuvre sur une base stratégique et tactique.



Styles et facteurs – Comment sont-ils liés?

Qu'est-ce qu'un style d'actions? Chaque style correspond, en abrégé, au groupe de biais factoriels qui sont propres à cette approche de placement. La valeur et la croissance sont deux des styles d'actions les plus connus.

Figure 2 – Diversification des styles d’actions pour maximiser le potentiel du portefeuille



- La **composition stratégique** détermine le rôle que jouent les actions dans le portefeuille
- La **structure du Fonds** harmonise les facteurs liés aux actions avec les objectifs du portefeuille
- Les **cibles tactiques** positionnent les facteurs liés aux actions dans différents contextes de marché
- Le **rééquilibrage** optimise les achats et les ventes d’actions

Composition stratégique de l’actif – Déterminer le rôle des actions dans un portefeuille

Pour profiter pleinement des avantages de la diversification des styles d’actions, celle-ci doit être intégrée à tous les aspects du processus de gestion de portefeuille. La première étape est la conception stratégique, soit le fait d’établir la composition globale de l’actif du portefeuille et les pondérations par rapport à l’indice de référence pour chaque catégorie d’actif ou style d’actions. L’approche traditionnelle pour établir la composition stratégique de l’actif est axée sur le bêta, ou l’exposition au marché, qui est fonction de la

diversification des catégories d’actif. L’alpha, la valeur ajoutée (ou perdue) par rapport au marché, est dicté par les effets de second ordre de la sélection des stratégies d’actions : quels sont les biais factoriels, intentionnels ou non, au sein du portefeuille? Une stratégie dotée d’une philosophie et d’un processus axés sur la valeur, par exemple, ajoutera de l’alpha lorsque les facteurs de valeur sont privilégiés, mais accusera un retard sur le marché lorsque la croissance a la cote, et vice versa.

Figure 3 – Sources de rendement du portefeuille

Bêta
Diversification des catégories d’actif

Alpha
Diversification des facteurs

En diversifiant les styles au sein d'une composante d'actions, les investisseurs peuvent générer de l'alpha dans un plus large éventail de conditions de marché. La matrice de corrélation illustrée à la **figure 4** présente trois styles d'actions différents et la corrélation de leur valeur ajoutée (alpha) par rapport à l'ensemble du

marché. La corrélation négative entre les styles signifie que, lorsqu'un style est à la traîne du marché, l'autre affiche probablement un rendement supérieur. Une combinaison de styles diversifiés réduit le risque d'une contre-performance prolongée, si un style donné n'a plus la cote.

Figure 4 – Corrélation entre la valeur ajoutée selon les styles

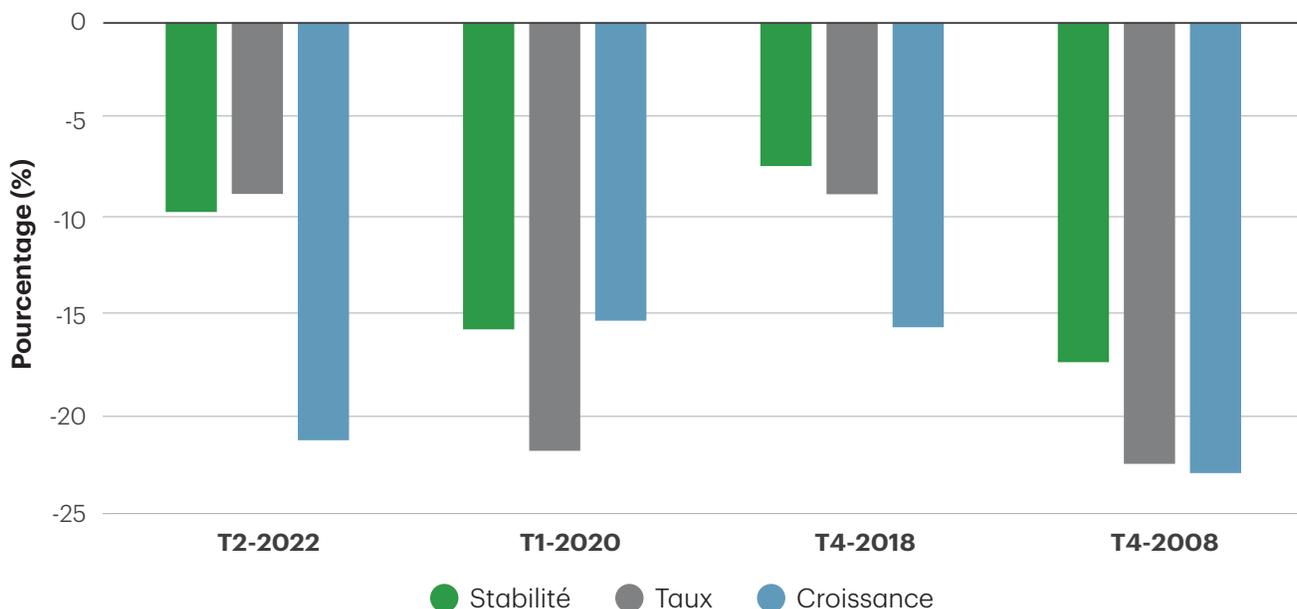
	Stabilité	Taux	Croissance
Stabilité	1,0	0,59	-0,22
Taux	-	1,0	-0,70
Croissance	-	-	1,0

Corrélation entre la valeur ajoutée mensuelle du 1^{er} juillet 1999 au 31 juillet 2022 de l'indice MSCI Monde volatilité minimum, de l'indice MSCI Monde à dividendes élevés et de l'indice de croissance MSCI Monde par rapport à l'indice MSCI Monde. Source : Bloomberg Finance L.P. Au 30 juin 2022.

Les avantages de la diversification des styles d'actions sont particulièrement évidents en période de repli des marchés. Bien que certains styles d'actions soient intrinsèquement plus stables que d'autres, chaque repli du marché se distingue par un ensemble unique de facteurs. Comme le montre la **figure 5**, aucun style d'actions n'a constamment offert une protection contre

les rendements négatifs au cours des quatre derniers replis importants des marchés. De toute évidence, la participation à plus d'un style d'actions est un avantage, surtout pour les investisseurs qui ont besoin de liquidités ou pour lesquels la préservation du capital est un objectif important.

Figure 5 – Rendement des styles en période de repli des marchés boursiers



Note de bas de page : Rendement sur trois mois de l'indice MSCI Monde volatilité minimum, de l'indice MSCI Monde à dividendes élevés et de l'indice de croissance MSCI Monde. Source : Bloomberg Finance L.P. Au 30 juin 2022.

Structure du fonds – Harmonisation des facteurs liés aux actions avec les objectifs du portefeuille

Bien que les avantages de la diversification des styles d'actions soient évidents, la bonne combinaison de styles nécessite une approche nuancée et une compréhension approfondie de l'exposition globale du portefeuille aux facteurs. Par exemple, un portefeuille dont la pondération des obligations d'État et des placements en infrastructures est élevée aura déjà une orientation vers les facteurs qui sous-tendent les

stratégies d'actions axées sur la stabilité. Dans ce cas, l'utilisation de stratégies d'actions axées sur la stabilité pourrait amplifier involontairement ce biais factoriel. Plutôt que d'entraîner la réduction du risque escomptée, la diversification pourrait être perdue, ce qui se traduirait par une augmentation du risque au niveau du portefeuille.

Figure 6 – Quel facteur est pris en compte dans chaque composante de votre portefeuille?



Les investisseurs demandent souvent quelle est la combinaison optimale de styles ou de facteurs pour leur portefeuille. Il n'y a pas qu'une seule réponse possible à cette question. Cela dépend des objectifs de chaque investisseur, en fonction de l'exposition aux facteurs dans l'ensemble de son portefeuille. Habituellement, les clients ont plusieurs objectifs, qui sont généralement plus faciles à atteindre au

moyen de plusieurs stratégies. Le tableau ci-dessous montre comment une approche stratégique à l'égard de la répartition des styles d'actions, conjuguée à une analyse factorielle, peut aider les investisseurs à déterminer si un ensemble de facteurs donné est justifié dans le contexte de leur exposition aux actions, ainsi que de leur portefeuille global.

Figure 7 – Les biais liés au style devraient soutenir les objectifs du portefeuille

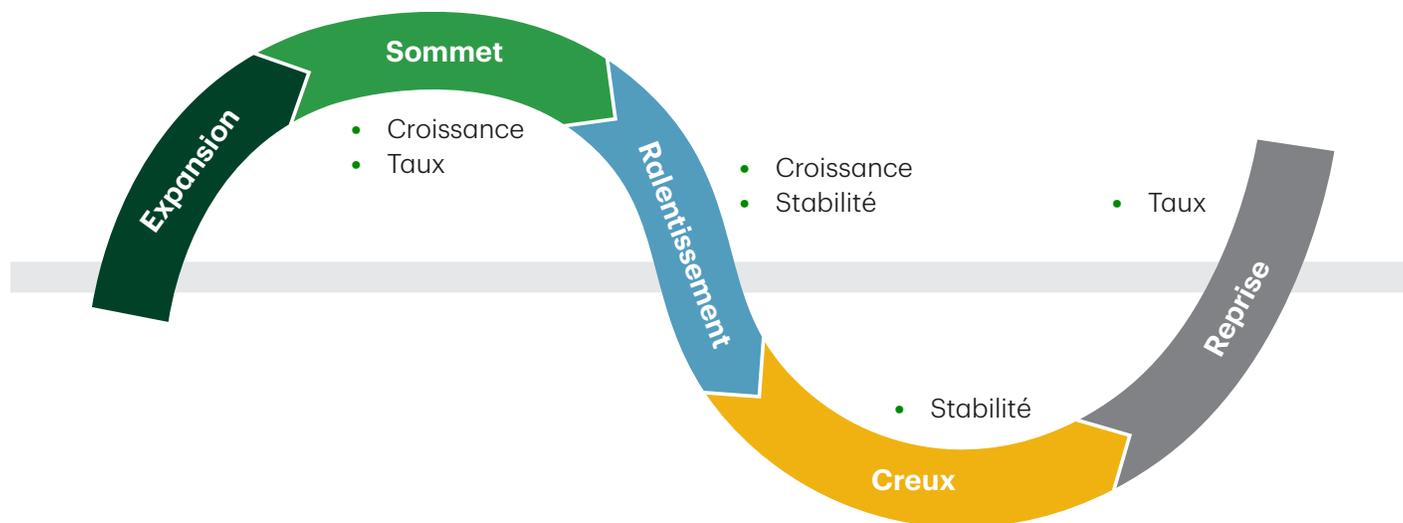
Objectifs du portefeuille	Facteurs liés aux actions		
	Croissance	Taux	Stabilité
J'ai une forte proportion d'actions		✓	✓
Mes besoins en revenus sont élevés		✓	
Je suis fortement exposé aux actifs alternatifs	✓		
Je tiens compte des indices de référence	✓		
Je suis préoccupé par la volatilité		✓	✓
Je recherche des rendements supérieurs	✓		

✓ = Recommandation de l'équipe de répartition des actifs. Remarque : À titre indicatif seulement. Source : Gestion de Placements TD.

Cibles tactiques – Positionner les facteurs liés aux actions dans différents contextes de marché

La précédente analyse a démontré comment une approche stratégique de diversification des styles d’actions peut réduire les biais involontaires à l’égard des facteurs et produire un alpha plus constant. Toutefois, les investisseurs peuvent réaliser une valeur ajoutée encore plus importante en gérant tactiquement les styles d’actions, soit en ajustant de façon dynamique les pondérations pour mieux positionner leur portefeuille à mesure que les conditions de marché évoluent.

Figure 8 – Ajouter de la valeur tout au long du cycle économique



	Expansion	Sommet	Ralentissement	Creux	Reprise
Actions	++	+		-	++
Obligations	--	-		++	--

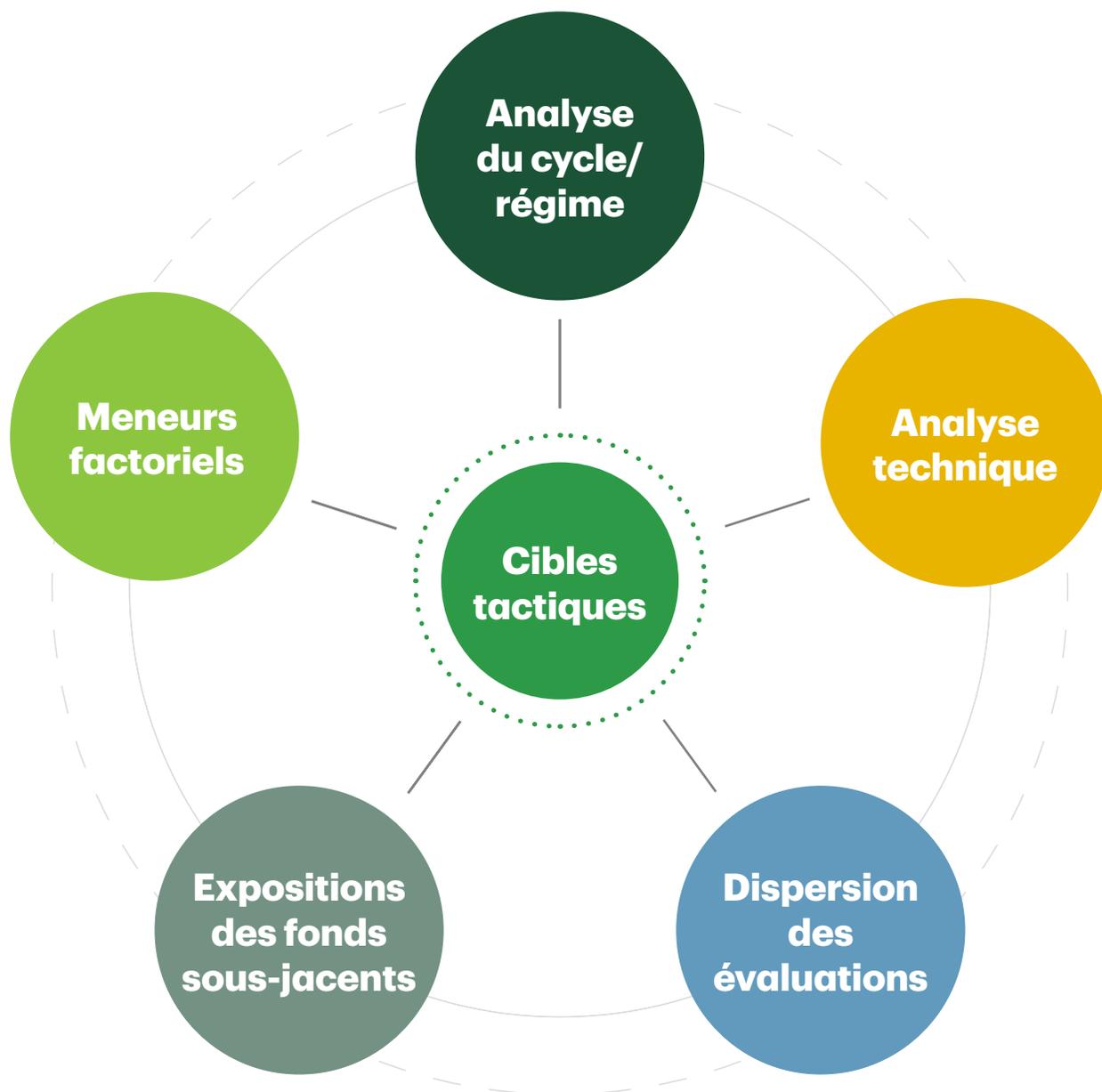
Remarque : À titre indicatif seulement. Source : Gestion de Placements TD.

La **figure 8** présente un aperçu simplifié d’un processus très complexe. Pour établir une répartition tactique des styles d’actions, on doit être en mesure de déterminer le point actuel du cycle économique, de comprendre les

attributs qui font en sorte que chaque cycle est différent des cycles précédents et de reconnaître les facteurs qui sont les plus favorisés dans le contexte actuel.



**Figure 9 – Comment établir des cibles tactiques :
une approche axée sur la prépondérance de la preuve**



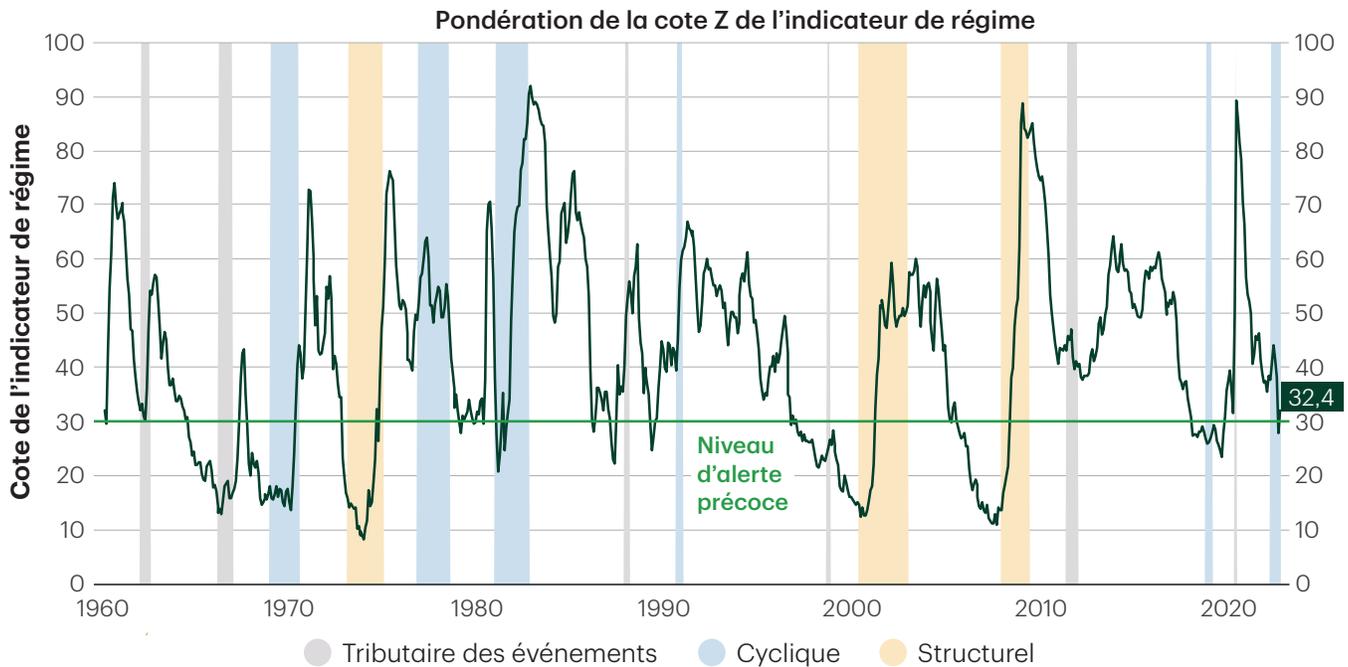
Établir les pondérations tactiques

Pour déterminer les pondérations tactiques appropriées des styles d'actions à différents moments du cycle, il faut une approche axée sur la prépondérance de la preuve et soutenue par un large éventail de données.

La première étape essentielle consiste à déterminer où se situe le marché dans le cycle de placement. Le marché est-il proche d'un sommet, ce qui signifie qu'il pourrait être temps de réduire l'exposition aux actions de croissance plus risquées et de se tourner vers des actions non cycliques plus stables? Ou est-ce que l'expansion pourrait se poursuivre? Une façon de le déterminer est de procéder à une analyse du régime.

Le graphique de la **figure 10** présente les résultats de l'indicateur de régime exclusif à Gestion de Placements TD, qui regroupe des mesures économiques, statistiques et de marché pour générer une cote de régime. Une cote élevée, plus près de 100, indique que le contexte sous-jacent est plus propice à la prise de risques. Une cote faible, plus près de 0, indique que le contexte est moins favorable aux actifs à risque.

Figure 10 – Indicateur de régime de risque exclusif à GPTD

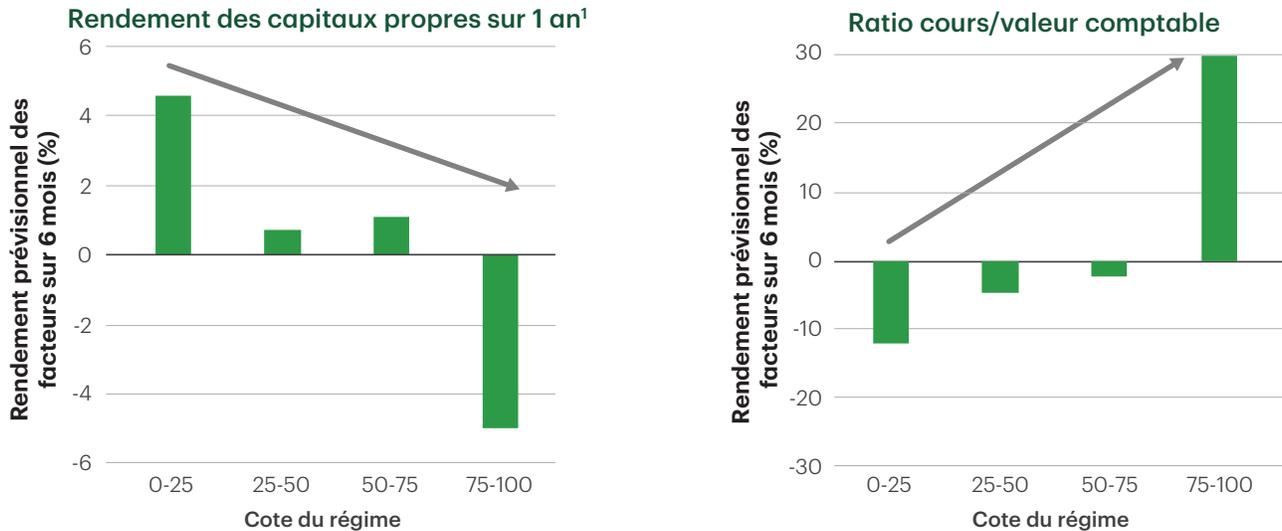


Remarque : L'échelle de l'indicateur est de 0 à 100. Plus il est élevé, plus le marché est haussier; plus il est faible, plus le marché est baissier. La plupart des marchés baissiers précédents se sont manifestés par un indicateur en deçà de 30. Source : Refinitiv Datastream et Gestion de Placements TD. Au 31 août 2022.

Marché

Une fois le régime de marché déterminé, la prochaine étape consiste à identifier les facteurs qui se sont le mieux comportés dans des régimes semblables par le passé. À la **figure 11**, nous montrons comment l'exposition à deux facteurs – le rendement des actions sur un an (qui correspond à un style de croissance) et le ratio cours/valeur comptable (qui correspond à un style de valeur) – donne des résultats diamétralement opposés dans différents régimes de placement.

Figure 11 – Différents facteurs dégagent des rendements supérieurs dans différents régimes de marché



¹Le calcul du facteur de rendement des capitaux propres est ajusté pour tenir compte du niveau d'endettement d'une société. Source : Gestion de Placements TD. Au 22 juillet 2022.

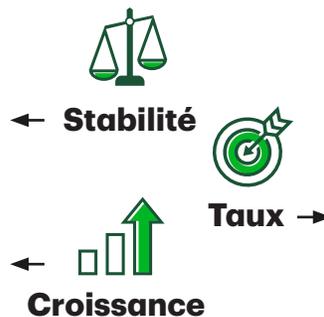
Dans le cadre du processus de répartition des actifs de GPTD, nous effectuons cette analyse pour un large éventail de facteurs afin de repérer les facteurs les plus et les moins performants dans divers régimes de marché. La **figure 12** présente un sous-ensemble de ces résultats pour un régime de marché ayant une cote

allant de 25 à 50, c'est-à-dire généralement un cycle qui montre des signes de plafonnement et qui se dirige vers un ralentissement. Forts de ces connaissances, les répartiteurs d'actifs peuvent ajuster tactiquement les positions pour accroître l'exposition aux facteurs liés aux actions les plus favorisés dans le contexte actuel.

Figure 12 – Les facteurs les plus et les moins performants pour un indicateur de régime de 25 à 50

Les facteurs les plus performants

- Rendement du cours
- Indice de vigueur relative
- Ratio flux de trésorerie disponibles/VE
- Rendement de l'actif
- Révisions des estimations du BPA
- Rendement des capitaux propres sur 1 an
- Croissance prévue du BPA sur 5 ans
- Rendement du capital
- Croissance des dividendes
- Rachat d'actions



Les facteurs les moins performants

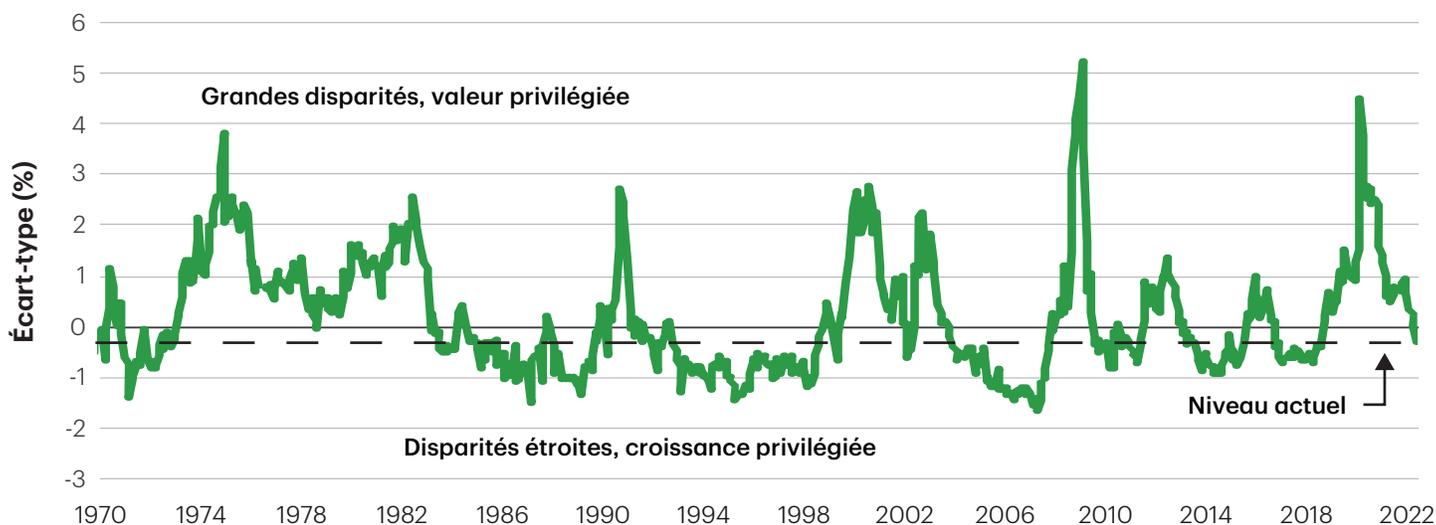
- Ratio cours/valeur comptable
- Ratio cours/flux de trésorerie
- Prix (élevé ou faible)
- Dispersion des estimations
- Rendement en dividende
- Dividend yield
- Les plus actifs
- Taille
- Bêta
- Ratio cours/chiffre d'affaires

Remarque : Les facteurs les plus et les moins performants sont basés sur le rendement prévisionnel des facteurs sur six mois. BPA = bénéfice par action, VE = valeur de l'entreprise, BAIIA = bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements. Source : Gestion de Placements TD.

La dispersion des évaluations est un autre élément utile de l'approche axée sur la prépondérance des preuves. La **figure 13** donne un exemple pour les actions américaines à grande capitalisation. Le graphique montre que lorsqu'il y a un écart important entre l'évaluation du quintile supérieur des actions (selon leur ratio cours/bénéfice) et la moyenne du marché,

les placements axés sur la valeur sont peut-être plus populaires; à l'inverse, un écart restreint est de meilleur augure pour la croissance. Cela semble logique si l'on considère la dispersion des évaluations comme la prime accordée pour la croissance des bénéfices. Lorsque la prime payée pour la croissance est faible, ce facteur a plus de chances d'enregistrer un rendement supérieur.

Figure 13 – Écarts d'évaluation des actions américaines à grande capitalisation



Remarque : Quintile supérieur par rapport à la moyenne.

Source : National Bureau of Economic Research et analyse d'Empirical Research Partner. Au 31 mai 2022.

Rééquilibrage – Optimisation des achats et des ventes d'actions

La dernière étape pour tirer de la valeur de la diversification des styles d'actions est le rééquilibrage en fonction des cibles ou des indices de référence. Dans le cadre de travail de GPTD, cette étape du processus offre ses propres occasions d'ajouter de la valeur. Nos recherches ont révélé que la fréquence optimale de rééquilibrage est différente au sein d'une même catégorie d'actif (c.-à-d. parmi les styles d'actions) qu'entre les catégories d'actif (p. ex., entre les obligations et les actions). Notre analyse montre que la surperformance (ou la sous-performance) entre les

styles et les facteurs liés aux actions tend à persister plus longtemps que les tendances entre les catégories d'actif. Par conséquent, les rééquilibrages moins fréquents ont historiquement ajouté de la valeur au sein d'un portefeuille d'actions. Cela diffère des rééquilibrages entre les catégories d'actif, dont la fréquence plus élevée a tendance à produire de meilleurs résultats. Un rééquilibrage actif et réfléchi peut permettre à un portefeuille de profiter de cette surperformance soutenue entre les styles d'actions, tout en optimisant le rééquilibrage au niveau des catégories d'actif.



Réunir tous les éléments

La diversification des styles d'actions est un processus complexe qui nécessite un éventail de solutions différentes, des renseignements détaillés et opportuns sur le profil factoriel des investisseurs et un cadre de répartition des actifs rigoureux qui peut ajuster les portefeuilles rapidement pour tenir compte des changements dans le contexte macroéconomique. Des conditions préalables rigoureuses s'imposent, mais la récompense en vaut la peine. Lorsqu'elle est bien mise en œuvre, la diversification des styles d'actions a le potentiel d'aider les investisseurs à bâtir des portefeuilles cohérents qui correspondent bien à leurs objectifs et qui ajoutent de la valeur de façon constante au fil du temps.

Gestion de Placements TD met en œuvre des solutions de portefeuille global pour les investisseurs institutionnels depuis de nombreuses années. Nos professionnels des placements, dont une solide équipe de répartition des actifs de plus de 25 membres, peuvent tirer parti d'une vaste gamme de placements en actions et en titres à revenu fixe, ainsi que de placements alternatifs pour bâtir des portefeuilles bien diversifiés qui répondent aux objectifs de risque et de rendement des clients. ■

Suivez Gestion de Placements TD



Pour un public institutionnel canadien seulement.

Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. à des fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et les projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. De nombreux facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à ces écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives. Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. ^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.