



Steven D. Bleiberg
Directeur général
et gestionnaire de
portefeuille, TD Epoch

À la défense de la gestion active

Les dernières années n'ont pas été favorables aux gestionnaires actifs. Selon eVestment, seulement 44 % des gestionnaires actifs de l'univers Actions mondiales de base toutes capitalisations ont surpassé l'indice MSCI Monde en 2025¹. Ce résultat constituait une amélioration par rapport aux deux années précédentes; en 2024 et en 2023, seulement 29 % des gestionnaires avaient obtenu des rendements supérieurs. Pour la période cumulative de trois ans se terminant le 31 décembre 2025, 29 %, pour ne pas faire changement, des gestionnaires ont obtenu des rendements supérieurs, soit un peu plus d'un gestionnaire sur quatre. De plus, même si l'indice de croissance MSCI Monde a surpassé

l'indice MSCI Monde de 5,4 % par année au cours de cette période, les gestionnaires axés sur la croissance ont à peine fait meilleure figure : 30 % des gestionnaires de cet univers ont surpassé l'indice MSCI Monde pendant les trois dernières années. Les gestionnaires actifs ont-ils perdu la capacité à obtenir des rendements supérieurs? Le cas échéant, est-ce une décision judicieuse de passer à des placements à gestion passive aujourd'hui?

Commençons par la première question : la gestion active peut-elle encore produire des rendements supérieurs? Pour répondre à cette question, il est important d'examiner le sujet sous un autre angle et se demander : dans le passé, quand les gestionnaires

¹ Source : eVestment. Au 31 décembre 2025

actifs ont-ils obtenu des rendements supérieurs et quand ont-ils obtenu des rendements inférieurs? La réponse à cette question nous renseigne-t-elle sur ce qui est susceptible de se produire à l'avenir?

Pensez à ce qui s'est passé au cours des dernières années, alors même que les gestionnaires actifs n'ont pas été en mesure de suivre le rythme de l'indice : l'indice est devenu de plus en plus concentré. À la fin de 2025, les dix plus grandes sociétés de l'indice MSCI Monde (les deux catégories d'actions d'Alphabet comptant comme une société) représentaient 28,5 % de la pondération de l'indice. Trois ans plus tôt, au début de la période dont nous venons tout juste de parler, cette part était de 16,3 %. Par conséquent, les actions des sociétés qui étaient déjà grandes il y a trois ans ont continué de croître par rapport à celles des autres sociétés, c'est-à-dire qu'elles ont affiché des rendements supérieurs. Les chiffres sont stupéfiants : La **figure 1** ci-dessous présente les dix principaux titres selon la pondération dans l'indice MSCI Monde à la fin de 2025, ainsi que leurs rendements annualisés sur trois ans depuis la fin de 2022 :

Figure 1 : Dix principaux titres selon la pondération dans l'indice MSCI Monde

	Pondération de l'indice	Rendement annualisé sur 3 ans
NVIDIA	5,5 %	133,4 %
Apple	4,8 %	28,5 %
Microsoft	4,1 %	27,3 %
Alphabet	4,0 %	52,6 %
Amazon	2,7 %	40,0 %
Broadcom	1,9 %	86,2 %
Meta	1,7 %	76,6 %
Tesla	1,6 %	53,9 %
JPMorgan	1,1 %	37,2 %
Eli Lilly	1,0 %	44,3 %
Indice MSCI Monde		21,1 %

Source : Bloomberg Finance L.P. Au 31 décembre 2025

Ces titres étaient déjà importants il y a trois ans. Six des dix principaux titres actuels figuraient parmi les dix principaux titres à ce moment-là (y compris Nvidia, qui se classait au dixième rang); le « plus petit » des dix principaux titres actuels à la fin de 2022 étant Broadcom, qui figurait au 26^e rang parmi les plus grandes sociétés de l'indice à ce moment-là, avec une capitalisation boursière de 234 milliards de dollars². Or, ces titres ont tous surpassé l'indice global pondéré par la capitalisation au cours des trois années suivantes, certains d'entre eux affichant des marges ahurissantes, ce qui a augmenté davantage leurs pondérations déjà importantes au sein de l'indice.

Les gestionnaires qui n'avaient pas surpondéré de telles actions dans leur portefeuille se sont retrouvés en position désavantageuse au moment de chercher à surpasser l'indice. Néanmoins, bon nombre de gestionnaires n'aiment pas voir leurs portefeuilles afficher une telle concentration. À un moment donné, le maintien du risque actif (c.-à-d. par rapport à l'indice de référence) à un niveau faible en détenant des positions de plus en plus importantes dans une poignée d'actions augmente le risque absolu du portefeuille, la diversification n'étant tout simplement pas suffisamment importante. (À ce stade, il se peut que vous pensiez, « le risque absolu ne devrait pas avoir d'importance pour le gestionnaire; selon la théorie moderne du portefeuille, l'indice pondéré par la capitalisation est le portefeuille optimal. Le gestionnaire devrait donc seulement se concentrer sur le risque actif par rapport à ce portefeuille optimal. » Gardez cette idée en tête.)

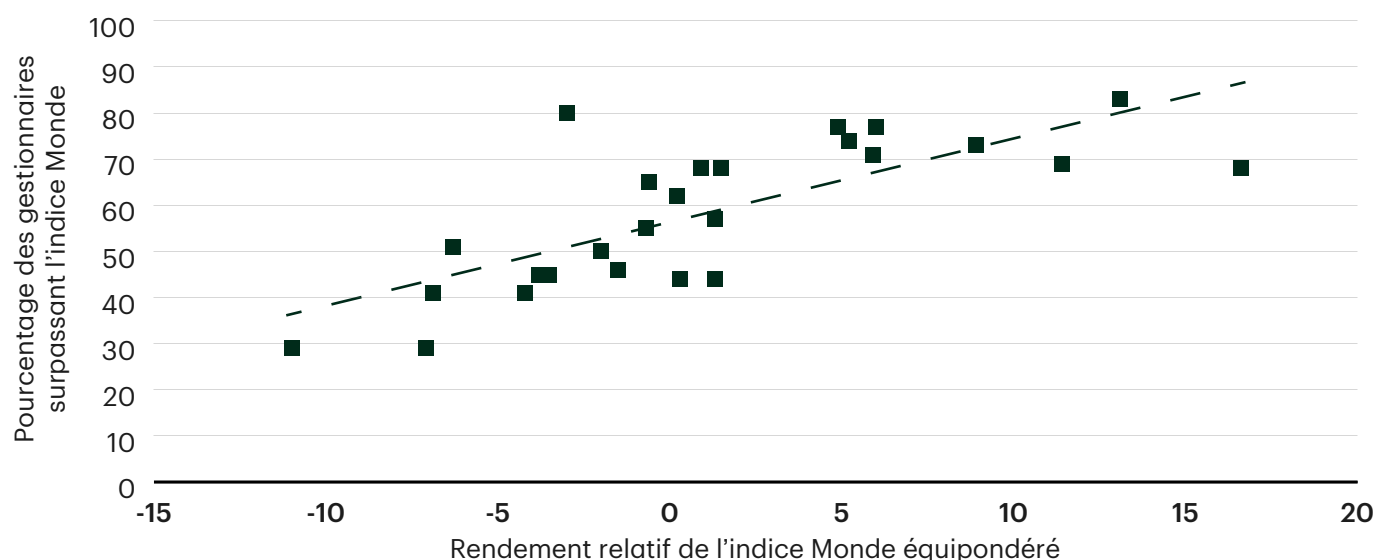
² Source : FactSet. Au 31 décembre 2025

Le fait est que la plupart des portefeuilles des gestionnaires ressemblent davantage à une version équipondérée de l'indice de référence qu'à une version pondérée par la capitalisation de celui-ci. Non seulement les gestionnaires ont tendance à sous-pondérer les titres des sociétés à grande capitalisation par rapport à ce que seraient leurs pondérations dans un portefeuille pondéré par la capitalisation, mais ils surpondèrent les titres de sociétés à petite capitalisation. C'est un point subtil et il est utile de l'approfondir. On pourrait croire que si un gestionnaire détient un portefeuille dont la pondération des titres de sociétés à grande capitalisation est près de celle au sein de l'indice, il suit une méthode de pondération de portefeuille par la capitalisation. Mais ce n'est pas la bonne façon de voir les choses. Nvidia, par exemple, représentait 5,5 % de l'indice MSCI Monde à la fin de 2025. Toutefois, cela ne signifie pas que le fait de détenir ce placement dans votre portefeuille selon une pondération de 5,5 % fait en sorte que votre portefeuille ressemble davantage à une « version pondérée par la capitalisation » de l'indice. Dans le cas d'un portefeuille composé, disons, de 40 titres, la pondération par la capitalisation consiste à examiner la capitalisation de chaque titre par rapport non pas à l'indice, mais aux 39 autres titres du portefeuille. En fin de compte, la somme des pondérations dans le portefeuille doit correspondre à 100 %. Si vous ne détenez que 40 titres et que vous tentez de faire en sorte que la pondération de chacun d'eux corresponde à celle au sein de l'indice, les calculs ne fonctionneraient pas, la somme serait

bien loin de 100 %. Supposons que vous choisissiez de détenir le titre Nvidia et que, pour les 39 autres titres de votre portefeuille, vous choisissiez de détenir celles figurant parmi les 40 plus grandes sociétés de l'indice. Pour que ce portefeuille d'actions soit « pondéré par la capitalisation », c'est-à-dire que chaque titre est détenu proportionnellement à son pourcentage de la capitalisation boursière totale des 40 titres, la pondération du titre Nvidia ne devrait pas être de 5,5 %, mais de 13,2 %! Bien sûr, personne ne détient que les 40 principaux titres. Les gestionnaires qui détiennent le titre Nvidia détiennent de nombreuses sociétés bien plus petites que les 40 plus grandes sociétés. Donc, s'ils appliquaient à leurs portefeuilles une pondération par la capitalisation, Nvidia devrait représenter 30 % du portefeuille, alors que d'autres titres représenteraient moins de 1 %. Pour ce qui est des portefeuilles à gestion active, nous n'en avons jamais vu qui ressemblent à cela. Ils ressemblent beaucoup plus à un système équipondéré.

C'est la clé pour comprendre quand les gestionnaires actifs ont tendance à surpasser l'indice de référence pondéré par la capitalisation et quand ils ont tendance à accuser un retard. La **figure 2** indique le pourcentage de gestionnaires actifs de l'univers Actions mondiales de base qui ont surpassé l'indice MSCI Monde au cours de chaque année civile de 2000 à 2025 (sur l'axe des ordonnées) et le rendement relatif d'une version équipondérée de l'indice MSCI Monde par rapport à une version pondérée par la capitalisation (sur l'axe des abscisses).

Figure 2 : Rendement supérieur des gestionnaires actifs et rendement relatif de l'indice équipondéré



Source: FactSet; Bloomberg Finance L.P. As of 12/31/2025

À la défense de la gestion active

Réservé aux professionnels des placements institutionnels au Canada. Ne pas distribuer.

Le lien est très étroit. Plus de gestionnaires ont tendance à obtenir des rendements supérieurs quand l'indice équi pondéré surpasse l'indice pondéré par la capitalisation (ce qui signifie que les titres de sociétés à petite capitalisation se sont mieux comportés en moyenne que les titres de sociétés à grande capitalisation), et moins de gestionnaires ont tendance à obtenir des rendements supérieurs quand l'indice équi pondéré inscrit un rendement inférieur (ce qui signifie que les titres de sociétés à grande capitalisation ont affiché des rendements supérieurs). Voici une façon de voir à quel point le lien a été étroit : pendant cette période, il y a eu 14 années civiles où l'indice équi pondéré a produit des rendements supérieurs et une majorité de gestionnaires actifs a surpassé l'indice pondéré par la capitalisation au cours de 12 de ces 14 années. Toutefois, au cours des 12 années où l'indice équi pondéré a produit des rendements inférieurs, la majorité des gestionnaires actifs n'ont obtenu des rendements supérieurs que quatre fois.

Donc, pour répondre à la première question : les gestionnaires actifs peuvent-ils encore obtenir des rendements supérieurs? La réponse selon nous est oui. Cependant, il faut bien comprendre qu'il y a peu de chances que cette situation se produise quand une version équi pondérée de l'indice surpasse la version pondérée par la capitalisation. Le moment est venu de revenir à l'idée que nous vous avons demandé de garder en tête : à savoir que, selon la théorie moderne du portefeuille, l'indice pondéré par la capitalisation est le portefeuille optimal. Si tel est le cas, pourquoi devrions-nous nous soucier d'un indice équi pondéré ou du fait que les gestionnaires sont plus susceptibles d'obtenir des rendements supérieurs quand l'indice équi pondéré produit des rendements supérieurs? N'est-ce pas un point dépourvu de sens?

Nous ne partageons pas cet avis. Nous avons écrit à quelques reprises au fil des ans sur ce que nous considérons comme les failles de l'argument sur lequel se fonde la théorie moderne du portefeuille selon laquelle le portefeuille du marché pondéré par la capitalisation est le portefeuille optimal. Nous n'exposerons pas nos critiques en détail ici, mais nous

les résumerons simplement comme suit : la théorie moderne du portefeuille demande d'accepter certains postulats, le plus important étant que le « risque » d'un actif est correctement défini par la volatilité des rendements. Si vous acceptez ce postulat, il existe en effet, sur le plan conceptuel, un portefeuille qui est « optimal », en ce sens que lorsqu'il est combiné à un actif sans risque (défini comme des bons du Trésor) en quantité variable, il procurera le rendement attendu le plus élevé pour tout niveau de « risque ». À ce stade, la conclusion selon laquelle le portefeuille optimal est le portefeuille du marché pondéré par la capitalisation n'est pas une preuve mathématique, mais simplement une déduction logique : si nous acceptons tous les postulats de la théorie moderne du portefeuille, alors nous conviendrions tous que ce portefeuille est le portefeuille optimal et nous nous efforcerions tous à le détenir. Mais le seul portefeuille que nous pouvons tous détenir simultanément est une mini-réplique du marché global, c'est-à-dire un fonds indiciel. Vu d'une perspective inversée, si nous détenons tous le même portefeuille, alors le portefeuille du marché, qui n'est que la somme de tous nos portefeuilles individuels, ressemblera au portefeuille de tout un chacun.

Le problème avec ce point de vue survient lorsque le postulat selon lequel la volatilité des rendements est tout ce qui est nécessaire pour évaluer le niveau de risque d'un actif est remis en question. La théorie moderne du portefeuille suppose que nous pouvons tous nous entendre sur le niveau de risque d'un actif donné; la volatilité étant, après tout, une mesure objective. L'économie comportementale nous a cependant appris que les gens réagiront de façon subjective à cette mesure objective, et de manière différente. Chez une personne, le plaisir associé à un gain de 10 % peut être exactement compensé par la douleur associée à une perte de 10 %. Chez une autre personne, le plaisir associé à un gain de 10 % peut être exactement compensé par la douleur associée à une perte de seulement 7 %. Ces deux personnes peuvent s'entendre sur la volatilité d'une action sans pour autant s'entendre sur le « niveau de risque » associé à l'action. Il n'est pas clairement établi qu'elles s'entendraient sur ce qu'est le portefeuille « optimal ».

Volatilité

La conclusion de la théorie moderne du portefeuille selon laquelle un portefeuille du marché pondéré par la capitalisation est optimal n'est donc pas aussi solide en théorie que certains le croient. Toutefois, même en se reposant sur le cadre de la théorie moderne du portefeuille pour évaluer la version équipondérée de l'indice MSCI Monde par rapport à la version pondérée par la capitalisation, il n'est pas clairement établi non plus que la version pondérée par la capitalisation soit supérieure dans la pratique. Nous disposons de données sur l'indice équipondéré MSCI Monde qui remontent au 31 décembre 1998. Selon les rendements mensuels des versions équipondérées et pondérées par la capitalisation de l'indice MSCI Monde sur 27 ans jusqu'à la fin de 2025, le ratio Sharpe de l'indice équipondéré était de 0,12 (rendement mensuel moyen excédentaire par rapport aux bons du Trésor de 0,56 %, avec un écart-type de 4,70 %), tandis que celui de l'indice pondéré par la capitalisation était de 0,11 (rendement excédentaire mensuel moyen de 0,49 %, avec un écart-type de 4,41 %).

En bref, la théorie qui sous-tend la gestion indicielle du portefeuille du marché pondéré par la capitalisation est erronée, et les résultats au cours du dernier quart de siècle montrent que l'indice pondéré par la capitalisation n'a pas été supérieur en pratique à une approche équipondérée. Par conséquent, le fait que les portefeuilles des gestionnaires ressemblent davantage à l'indice équipondéré ne doit pas être perçu négativement.

Mais supposons que la question vous laisse sceptique et que la gestion indicielle vous semble intéressante après la contre-performance des gestionnaires actifs les trois dernières années. Dans ce cas, la deuxième question : « est-ce une décision judicieuse de passer à des placements à gestion passive aujourd'hui? » mérite également d'être examinée.

Nous avons parlé plus tôt de la forte hausse de la concentration au sein de l'indice MSCI Monde au cours des trois dernières années; la concentration des dix principaux titres de l'indice, qui représentaient 16,3 % à la fin de 2022, étant passés à 28,5 % à la fin de 2025. Une rétrospective plus poussée indique un changement encore plus important : il y a dix ans, à la fin de 2015, les dix principaux titres ne représentaient que 10,5 % de l'indice. La **figure 3** montre le rendement des dix principaux titres à la fin de 2025 au cours de la décennie précédente.

Figure 3 : Rendement sur 10 ans des dix principaux titres de l'indice MSCI Monde

	Rendement annualisé sur 10 ans
NVIDIA	72,3 %
Apple	27,6 %
Microsoft	25,8 %
Alphabet	23,3 %
Amazon	21,2 %
Broadcom	40,8 %
Meta	20,3 %
Tesla	39,6 %
JPMorgan	20,4 %
Eli Lilly	31,2 %
Indice MSCI Monde	12,2 %

Source : Bloomberg Finance L.P. Au 31 décembre 2025

Chacun de ces dix titres a surpassé l'indice global au cours des dix dernières années, et ce, de 20 % en moyenne par année. Ce résultat n'est pas vraiment si surprenant puisque c'est de cette façon que les pondérations au sein de l'indice sont devenues si

importantes. (Toutefois, les dix principaux titres n'ont pas tous nécessairement toujours affiché des rendements supérieurs au cours de la dernière décennie. Il y a dix ans, le 31 décembre 2015, General Electric était encore l'une des dix plus grandes

sociétés de l'indice, malgré une sous-performance au cours des dix années précédentes. La raison est simple : le titre a commencé à un niveau très élevé à la fin de 2005, se classant au deuxième rang parmi les plus grandes sociétés de l'indice à ce moment-là. De ce fait, même en affichant un rendement inférieur au cours de la décennie suivante, il se classait toujours parmi les dix principaux titres. Au cours des années suivantes, il a affiché un rendement suffisamment faible pour ne plus figurer dans ce classement.)

Si vous choisissez de passer aujourd'hui d'un portefeuille à gestion active qui semble plus équilibré à un fonds indicel à gestion passive, vous augmenterez probablement vos placements dans tous ces titres qui ont affiché des rendements nettement supérieurs pendant une décennie. Il n'y a rien de mal là-dedans. Cependant, il est probablement sage de garder à l'esprit les cas précédents dans l'histoire des marchés où des actions, ou des marchés entiers, qui avaient affiché des rendements nettement supérieurs et dont les pondérations au sein de l'indice avaient fortement augmenté, ont affiché par la suite des rendements inférieurs tout aussi spectaculaire.

Pour citer un exemple bien connu, mais dont certains investisseurs aujourd'hui sont peut-être moins au fait : au cours de la période de 20 ans se terminant en 1989, l'indice MSCI Japon a surpassé l'indice MSCI Monde de plus de 10 % par année sur une base annualisée. La surperformance a atteint des niveaux extrêmes, donnant lieu, avec le recul, à ce que l'on a fini par appeler la bulle immobilière japonaise de la fin des années 1980. Au cours des quatre dernières années de cette période de 20 ans, le Japon a surpassé l'indice MSCI Monde de plus de 16 % par année. Résultat : la pondération du Japon dans l'indice, qui était à un chiffre en 1970, était de plus de 40 % à la fin de 1989. La plupart des gestionnaires actifs se sont montrés réticents face aux évaluations élevées au Japon pendant ces années et ont sous-pondéré le Japon dans leurs

portefeuilles, de sorte que la plupart d'entre eux ont inscrit des rendements inférieurs. Toutefois, le fait de choisir de passer d'une gestion active à une gestion passive à la fin de 1989 n'aurait pas donné de bons résultats. Au cours des dix années suivantes, le Japon a accusé un retard sur l'indice MSCI Monde de plus de 12 % par année, sous l'effet de l'éclatement de la bulle immobilière et de la stagnation de l'économie. Cette contre-performance s'est poursuivie sur plus de dix ans et la pondération du Japon dans l'indice est finalement revenue à un chiffre. Dans le cas des gestionnaires actifs, la sous-pondération persistante du Japon leur a permis d'ajouter bien de la valeur dans les années 1990.

La bulle technologique de la fin des années 1990 est un autre exemple montrant les risques d'investir dans un indice pondéré par la capitalisation après qu'un groupe d'actions a affiché un rendement supérieur massif et que l'indice est devenu plus concentré. Dans cet exemple, nous utiliserons l'indice S&P 500, car l'historique de données dont nous disposons pour la version équilibrée de l'indice remonte à plus loin comparativement à l'indice MSCI Monde. Au cours des cinq années précédant la fin de 1999, année où l'engouement autour de la bulle technologique a atteint son paroxysme, l'indice S&P 500 pondéré par la capitalisation a surpassé l'indice équilibré de plus de 10 % par année, la concentration au sein de l'indice ayant atteint des niveaux records (qui ont par la suite été dépassés ces dernières années). Lors de l'éclatement de la bulle, les chiffres se sont à peu près inversés. Au cours des cinq années suivantes, jusqu'à la fin de 2004, l'indice équilibré S&P 500 a surpassé l'indice pondéré par la capitalisation de 8,7 % par année. Grâce aux effets de l'intérêt composé, l'indice équilibré a légèrement progressé (c.-à-d. de 9 points de base par année) au cours des deux périodes combinées. Encore une fois, le fait d'investir dans un indice pondéré par la capitalisation à une période de forte concentration n'aurait pas donné de bons résultats comparativement à une approche équilibrée au cours des années suivantes.

Sommaire

Les gestionnaires actifs ont eu tendance à tirer de l'arrière par rapport à leurs indices de référence au cours des dernières années. Par le passé, cela a été une chose courante quand les indices pondérés par la capitalisation ont surpassé les indices équipondérés. Selon nous, les indices pondérés par la capitalisation, contrairement à ce que la théorie moderne du portefeuille enseigne, ne sont pas nécessairement l'approche optimale, et les données montrent que ceux-ci n'ont pas nécessairement été supérieurs dans la pratique. Les investisseurs doivent comprendre le contexte de la récente sous-performance des gestionnaires actifs et se garder d'adopter une approche passive qui cherche à reproduire un indice pondéré par la capitalisation à une période de forte concentration au sein de l'indice. ■

Stratégie



Les renseignements aux présentes sont fournis 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, comptables 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 ne constitue pas une offre destinée à une personne résidant dans un territoire où une telle offre est illégale ou n'est pas autorisée. Le présent document n'a été examiné par aucune autorité en valeurs mobilières ni aucun autre organisme de réglementation dans les territoires où nous exerçons nos activités et n'est pas enregistré auprès de ceux-ci. Toute discussion ou opinion générale contenue dans ce document concernant les titres ou les conditions du marché représente notre point de vue ou celui de la source citée. Sauf indication contraire, il s'agit de points de vue exprimés à la date indiquée et ils pourraient changer. Les données sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification du portefeuille sont historiques et peuvent changer. Les renseignements concernant des sociétés ou des titres en particulier, y compris leur rentabilité, sont fournis à titre d'illustration de notre thèse de placement. Les titres mentionnés peuvent constituer ou non un placement actuel d'une stratégie. Toute référence à une société donnée indiquée aux présentes ne constitue pas une recommandation d'acheter, de vendre ou de conserver des titres d'une telle société, ni une recommandation d'investir directement dans une telle société.

Ce document peut contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs reflètent les attentes et les projections actuelles à l'égard d'événements ou de résultats futurs en fonction des données actuellement disponibles. Ces attentes et projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir, car des événements qui n'ont pas été prévus ou pris en compte dans leur formulation pourraient se produire et entraîner des résultats sensiblement différents de ceux exprimés ou implicites. Les énoncés prospectifs ne garantissent pas le rendement futur et il faut éviter de s'y fier.

Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (« GPTD ») et Epoch Investment Partners, Inc. (« Epoch TD »). GPTD exerce ses activités au Canada et TD Epoch, aux États-Unis. Ces deux entités sont des sociétés affiliées et des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. Les produits de GPTD et de TD Epoch sont également offerts par l'intermédiaire d'un réseau de distributeurs affiliés et non affiliés. Pour en savoir plus, veuillez communiquer avec nos partenaires de distribution.

^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.