

Les approches en gestion de portefeuille

La gestion de portefeuille est un domaine où on observe une grande variété d'approches, comme on pourrait s'y attendre compte tenu du contexte dans lequel elle s'exerce, à savoir l'incertitude quant aux résultats et un potentiel de gain élevé. Dans ce texte, qui se veut une lecture préparatoire aux derniers textes de cet ouvrage qui porteront chacun sur une approche spécifique, on fera un survol de l'ensemble des approches et on discutera des facteurs à considérer dans l'adoption d'une ou de plusieurs de celles-ci pour guider ses choix en matière de gestion de portefeuille. En vous y appliquant, vous réaliserez des apprentissages grâce auxquels vous pourrez :

Objectifs

1. établir la distinction entre les approches de gestion de portefeuille orientant la sélection des titres spécifiques et celles guidant les décisions à propos de la structure du portefeuille;
2. brosser un tableau des méthodes utilisées pour procéder à la sélection des titres spécifiques qui composent le portefeuille;
3. présenter des méthodes servant à prendre les décisions relatives à la structure du portefeuille;
4. exposer les facteurs à considérer dans le choix des méthodes de gestion de portefeuille appropriées pour un investisseur donné, à un moment particulier dans un marché donné;

1. Survol des approches en gestion de portefeuille

Dans la presse financière, on présente parfois les opinions de spécialistes des marchés en leur accolant l'étiquette d'adeptes de l'analyse technique ou bien de l'analyse fondamentale. Ce sont là les deux approches les plus répandues, et une très grande majorité des gestionnaires ont recours à l'une ou à l'autre de ces

techniques. Cependant, d'autres approches existent et une bonne connaissance de ces dernières sera nécessaire pour développer son propre style de gestion de portefeuille.

Une première distinction que l'on peut faire entre les méthodes de gestion du portefeuille classe celles-ci suivant les approches qui guident la sélection des titres spécifiques et celles qui orientent la composition ou la structure du portefeuille.

Les méthodes de sélection des titres individuels peuvent être regroupées à l'intérieur de trois continuums sur lesquels le gestionnaire se fixe, après réflexion, ou de façon spontanée :

- Analyse fondamentale vs analyse technique;
- Approche descendante vs approche ascendante;
- Gestion active vs gestion passive.

Pour chacun de ces continuums, le gestionnaire de portefeuille peut opter pour une position extrême ou préférer un certain dosage incorporant des éléments des deux pôles du continuum.

Étant donné la multitude des facteurs susceptibles d'affecter la performance d'un titre en particulier, quelles que soient la ou les méthodes de sélection employées, on reconnaît habituellement que la performance à long terme d'un gestionnaire sera davantage affectée par ses choix stratégiques en matière de composition de portefeuille que par les choix de titres spécifiques formant le portefeuille. Dans cet ouvrage, nous traitons de façon particulière, de deux stratégies en matière de composition du portefeuille :

- La diversification du portefeuille;
- La gestion du rapport rendement/risque.

2. Les approches guidant le choix des titres spécifiques

A. La gestion active vs la gestion passive

La grande popularité des fonds d'investissement au cours des années 90 a amené chez les investisseurs un sens critique plus développé en ce qui concerne la performance qu'obtiennent les gestionnaires de portefeuilles. On constate, en effet, que plusieurs de ces fonds qui exigent des frais de gestion considérables réalisent fréquemment des performances moins intéressantes que celles que connaissent les principaux indices boursiers. De là à conclure qu'il serait peut-être préférable de tout simplement constituer un portefeuille qui reproduirait fidèlement l'indice boursier, il n'y a qu'un pas... qu'ont allègrement franchi les défenseurs de la gestion passive de portefeuille.

i) La gestion active de portefeuille

Cette approche de la gestion de portefeuille consiste, en fait, à utiliser différentes méthodes que nous verrons bientôt, comme l'approche descendante, l'approche ascendante, l'analyse fondamentale, ... afin de constituer un portefeuille de placements pour lequel on vise un rendement supérieur à ce qu'il serait possible d'obtenir en se limitant à investir dans les titres qui constituent l'indice boursier (gestion passive).

En optant pour une gestion active, l'investisseur, on le sait, espère un meilleur rendement que celui de l'indice boursier, mais il s'expose également à réaliser un rendement inférieur à cette référence. Le tableau 8.1 nous donne les valeurs futures d'une série d'investissements annuels de 1000\$ lorsque les taux de rendement sont de 11%, 12% et 13%.

TABLEAU 8.1

VALEURS FUTURES D'ANNUITÉS DE 1000\$ POUR DIFFÉRENTES DURÉES ET DIFFÉRENTS TAUX

Durée	Valeurs futures d'une série de versements annuels de 1000\$ pour des taux de rendement annuel composés de		
	11%	12%	13%
10 ans	16 722 \$	17 549 \$	18 420 \$
15 ans	34 405 \$	37 280 \$	40 417 \$
20 ans	64 203 \$	72 052 \$	80 947 \$
25 ans	114 413 \$	133 334 \$	155 620 \$
30 ans	199 021 \$	241 333 \$	293 199 \$
35 ans	341 590 \$	431 663 \$	546 681 \$

Ce tableau peut nous aider à percevoir les enjeux de la décision à prendre entre la gestion active et la gestion passive. Si on suppose que le rendement moyen de l'indice boursier est de 12% à long terme, on constate, par exemple, qu'un gestionnaire actif qui parvient à obtenir un rendement de 1% supérieur accumule, en 35 ans, un capital de 27% supérieur à ce qu'obtient le gestionnaire passif. On peut illustrer la situation autrement en disant que si le fonds géré est un REER, on parviendra à produire une rente de retraite de 27% supérieure, grâce à cette gestion active. À l'inverse, si le gestionnaire ne parvient pas à égaler le rendement de l'indice et qu'il obtient, par exemple, 11%, le capital accumulé sera de 21% inférieur à celui qui résulterait de la gestion passive.

ii) La gestion passive de portefeuille

Comme on l'a dit précédemment, cette stratégie de gestion aborde la question de façon beaucoup plus simple en se contentant de constituer un portefeuille qui suivra de près la performance de l'indice boursier. Si on considère le fait que, au cours des années 80 et 90, la croissance annuelle moyenne de l'indice

boursier Dow Jones qui reflète la tendance de la Bourse de New York a été de 16%, on constate que le rendement obtenu par une gestion passive peut être tout à fait respectable.

Ce type de gestion a pris une ampleur considérable ces dernières années; cela s'explique en grande partie par la prolifération des fonds indiciels négociables en Bourse (Exchange Traded Funds). L'investisseur nord-américain a maintenant accès à des centaines de fonds de ce type qui se transigent à la Bourse de Toronto et sur les Bourses américaines (particulièrement à l'American Stock Exchange) et en Europe. Ces fonds sont présentés au chapitre 7 (voir «Les types de fonds indiciels négociables en Bourse (FINB)» à la page 155).

B. L'approche descendante vs l'approche ascendante

Si vous êtes de ceux pour qui un score moyen, tout intéressant qu'il soit, est un seuil minimal que vous cherchez constamment à dépasser, il vous faudra normalement consacrer du temps à constituer, parmi le vaste éventail des choix possibles, le groupe de valeurs qui offrent, selon votre évaluation, les meilleures perspectives de rendement, compte tenu du risque que vous êtes prêt à prendre. Le premier choix méthodologique que vous effectuerez sera celui de l'approche descendante vs l'approche ascendante.

i) L'approche descendante

Cette approche consiste à aborder le problème de la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières en partant du plus général, l'économie dans son ensemble, pour aboutir graduellement au plus spécifique, le choix d'une valeur précise de placement à un prix donné. La démarche logique suivie par l'adepte de l'approche descendante est la suivante :

1. Analyse de la situation de l'économie dans son ensemble pour déterminer les grandes tendances (taux de croissance, inflation, investissements, commerce extérieur, ...) et mesure de l'impact sur les principaux secteurs d'activité industrielle;
2. Analyse des secteurs industriels les plus prometteurs;
3. Analyse des entreprises les mieux positionnées à l'intérieur des secteurs ciblés;
4. Analyse du prix des valeurs de placement que le gestionnaire pourrait inclure dans son portefeuille.

Si cette démarche vous est familière, cela est peut-être dû au fait que nous l'avons utilisée au chapitre 2 pour présenter l'information sur l'économie et la finance. Au besoin, revoyez cette section pour mieux saisir la logique de cette approche en matière de sélection de titres (voir «L'information portant sur l'économie et la finance» à la page 23).

ii) L'approche ascendante

Les partisans de cette approche, popularisée et développée par un pionnier de l'investissement stratégique, Benjamin Graham, croient qu'en analysant de près la gestion et la situation financière de plusieurs entreprises, il sera possible de

dénicher de véritables aubaines qui deviendront des placements très fructueux¹. Selon les adeptes de l'approche ascendante, il est relativement peu important de s'attarder à la situation de l'économie parce que la tendance à très long terme de l'économie est à la hausse depuis longtemps et qu'il devrait continuer d'en être ainsi pour l'avenir prévisible. Quant à l'importance d'investir dans des entreprises actives dans des secteurs prometteurs, cela ne semble pas essentiel pour le célèbre investisseur Warren Buffet, pour qui il est possible, par exemple, de réaliser des profits exceptionnels en sachant déterminer correctement l'entreprise qui réussira à dominer la phase de déclin de son industrie, situation qu'ont connue ces dernières années des industries telles que celles de la lampe-radio et de l'appareil à dactylographier.

C. L'analyse fondamentale vs l'analyse technique

i) L'analyse fondamentale

Une première façon d'analyser les valeurs de placement consiste à scruter la situation financière des entreprises ou des projets concernés dans le but de pouvoir établir une prévision raisonnablement fiable de leurs perspectives de gains à court et à moyen terme. L'information de base pour un tel exercice se trouve dans le rapport annuel de l'entreprise que l'on peut d'habitude se procurer facilement en contactant le service des communications avec les actionnaires de l'entreprise. De plus, ce document est généralement diffusé sur le site Internet de l'entreprise. Ce document comprend les états financiers récents de l'entreprise qui renseignent de façon objective sur la rentabilité passée de l'entreprise. On y trouve également des commentaires émanant de la direction de l'entreprise, commentaires qui servent à se faire une idée de la capacité de l'entreprise de maintenir ou d'améliorer sa rentabilité au cours des années à venir.

Le domaine d'application de l'analyse fondamentale ne se limite évidemment pas aux entreprises, mais englobe aussi l'économie dans son ensemble et les secteurs d'activités qui peuvent être définis de façon très large (par exemple, le secteur manufacturier) ou beaucoup plus restreinte (par exemple, l'industrie des accessoires de mode). Le chapitre 9 est entièrement consacré à l'analyse fondamentale.

ii) L'analyse technique

L'analyse technique propose une approche des marchés de valeur de placement basée sur l'analyse du comportement des investisseurs plutôt que sur l'étude des perspectives de profits des entreprises. Les défenseurs de cette approche comparent fréquemment le mouvement dans le prix des valeurs de placement au mouvement des vagues sur une mer plus ou moins agitée. Ainsi, lorsqu'une valeur a connu une hausse importante au cours d'une brève période, le marché pour cette valeur va généralement connaître un mouvement de repli à la baisse. L'inverse se produit également dans le cas d'une valeur qui a chuté de façon

¹ Le texte de référence en la matière est celui de Benjamin Graham *et al*, *Security Analysis*, paru chez Irwin en 1961.

prononcée. Mentionnons toutefois que l'analyste technique dispose d'un arsenal de techniques, souvent appuyées par l'ordinateur, qui va bien au delà de cet exemple. Le chapitre 10, «L'analyse technique», présente plusieurs méthodes de ce type qu'il est possible d'appliquer à partir de ressources disponibles gratuitement dans Internet.

D. Vue d'ensemble des méthodes de sélection des titres

Mentionnons en concluant ce survol des approches en matière de sélection de titres que celles-ci ne doivent pas être perçues comme s'excluant mutuellement, même si cela est parfois le cas. Par exemple, un adepte de l'analyse technique pourra procéder à l'aide de l'approche descendante et effectuer une gestion active de son portefeuille.

Le graphique présenté au schéma 8.1 montre quelques unes des possibilités de l'éventail des combinaisons potentielles.

Même si, théoriquement, toutes les possibilités que cet espace permet de définir peuvent se concrétiser dans le style de gestion adopté par un investisseur choisi au hasard, force est de reconnaître que certaines combinaisons ont des probabilités plus grandes que d'autres. Voici deux exemples :

- Un investisseur se situant à l'une ou à l'autre des extrémités sur le continuum Fondamental-Technique sera moins susceptible de recourir à une gestion passive, précisément parce qu'il voudra souvent appliquer lui-même les techniques associées à ce choix méthodologique ;
- Un investisseur qui s'en remet à une gestion passive penchera plus souvent vers l'approche fondamentale que vers l'approche technique parce qu'il aura tendance à être moins spéculateur.

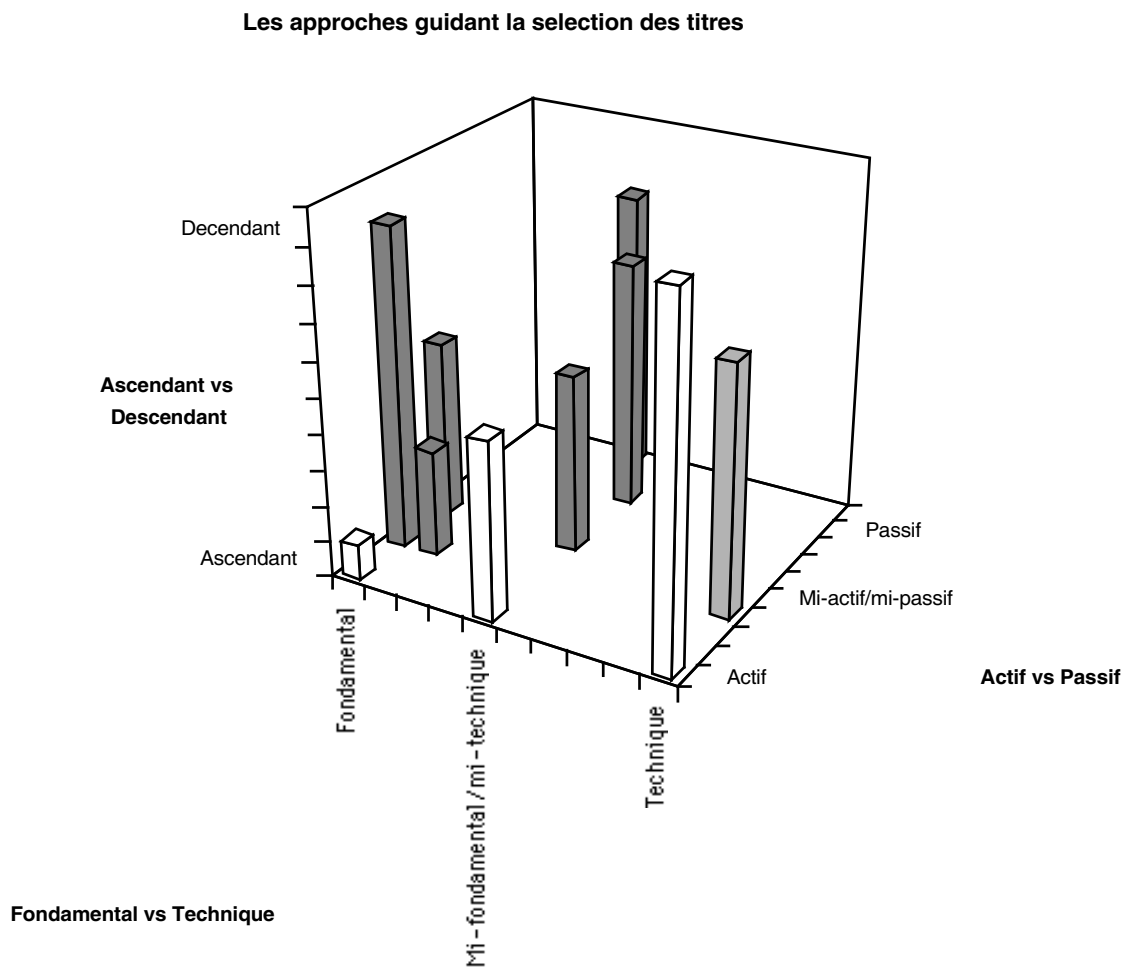
3. Les approches guidant la composition du portefeuille

A. La diversification du portefeuille

Par stratégie de portefeuille, on entend le fait de rechercher certains avantages, tels un rendement plus élevé ou un risque plus faible, non pas par le choix des valeurs de placement considérées individuellement, mais plutôt par un certain agencement de valeurs à l'intérieur d'un portefeuille de placements. Ces stratégies reposent fréquemment sur la diversification du portefeuille, soit l'inclusion de valeurs provenant de différents secteurs industriels ou géographiques, ou encore comportant différents degrés de risque. Il s'agit, en fait, d'appliquer au placement le fameux dicton selon lequel on ne doit pas mettre tous ses œufs dans le même panier. Les différentes techniques de diversification du portefeuille de valeurs mobilières sont présentées au chapitre 12.

SCHÉMA 8.1

REPRÉSENTATION DES CHOIX MÉTHODOLOGIQUES POUR LA SÉLECTION DE TITRES SPÉCIFIQUES



B. La gestion du rapport rendement/risque

La relation entre le rendement et le risque en matière de placement est bien connue : plus le rendement recherché par un investisseur est élevé, plus il doit accepter un degré de risque élevé.

On sait également que la diversification du portefeuille entraîne une réduction du risque. Compte tenu de l'infinité de possibilités en matière de composition

de portefeuille, chaque portefeuille est caractérisé par un niveau de risque qui lui est propre. Différents outils mathématiques tels le coefficient de corrélation et le coefficient Beta permettent de mesurer le niveau de risque des portefeuilles. Lorsqu'un portefeuille est constituée de manière efficiente en utilisant ces outils, on parvient à contrôler, de façon théorique, le rendement moyen que le portefeuille générera. Le chapitre 11 traite, de façon particulière, de l'utilisation du coefficient Beta pour gérer le rapport rendement/risque du portefeuille

4. Les facteurs à considérer dans le choix d'une ou de plusieurs approches pour gérer son portefeuille de valeurs mobilières

A. La compétence dans le domaine et les objectifs d'apprentissage

La compétence de l'investisseur en matière de gestion de portefeuille a un effet sur l'éventail des choix qui lui sont effectivement disponibles pour la gestion de son portefeuille. Certaines des méthodes sont plus exigeantes à cet égard; mentionnons:

- la gestion active;
- l'approche ascendante;
- l'analyse fondamentale;
- la diversification entre titres présentant différents niveaux de risque.

Un investisseur dont les connaissances sont plus restreintes ou qui n'a tout simplement pas la disponibilité de temps requise peut opter pour des approches telles la gestion passive, l'approche descendante et une diversification basée sur les types d'actifs.

Par ailleurs, des investisseurs novices peuvent délibérément opter pour des méthodes qu'ils maîtrisent moins dans le but précis d'améliorer leur compétence en gestion de portefeuille. En procédant ainsi, l'investisseur s'expose au risque de connaître des rendements plus faibles durant sa période d'apprentissage, lesquels pourraient être compensés par des rendements supérieurs plus tard.

B. Le degré d'efficience des marchés financiers

Les spécialistes de la finance actifs tant sur le terrain que dans les milieux scolaires débattent depuis déjà quelques décennies d'une hypothèse connue sous le nom de l'efficience des marchés et que l'on peut résumer ainsi: le prix des titres boursiers reflète déjà toute l'information disponible à leur sujet. Dans un marché parfaitement efficient, il s'avèrerait impossible d'utiliser de l'information pour réaliser des gains. Or, le fait que plusieurs investisseurs y parviennent incite à croire que les marchés ne sont pas parfaitement efficients. Cela a donc amené les chercheurs à proposer trois variantes de l'hypothèse du marché efficient (HME) qui peuvent ou ne peuvent pas s'appliquer à différents marchés boursiers:

- Un marché *faiblement* efficient en est un où les prix actuels reflètent toute l'information que l'on peut dériver de l'analyse du fonctionnement antérieur du marché (historique des cours et des volumes de transaction).
- Un marché *semi-faiblement* efficient en est un sur lequel les prix du marché reflètent toute l'information déjà publiée au sujet des titres et des entreprises qui les ont émis.
- Un marché *fortement* efficient en est un où les prix reflètent toute l'information pertinente se rapportant aux entreprises, y incluant celle qui n'est normalement accessible qu'aux initiés (administrateurs, actionnaires importants).

Si l'HME s'avère fondée, quelles en sont les conséquences pour le choix de méthodes d'analyse des titres boursiers?

- Lorsqu'un marché est efficient à quelque degré que ce soit, on ne peut réaliser de façon consistante des gains en appliquant l'analyse technique, puisque celle-ci se limite à analyser le fonctionnement antérieur du marché;
- Dans un marché faiblement efficient, l'analyse fondamentale peut être utilisée pour exploiter tant l'information déjà publiée que l'information à diffusion restreinte, telle celle à laquelle ont accès les initiés;
- Dans un marché semi-faiblement efficient, l'analyse fondamentale de type descendant qui repose essentiellement sur l'information déjà publiée se révélerait de peu d'utilité, alors qu'une démarche ascendante visant à accéder à de l'informations privilégiées rapporterait des dividendes si elle parvenait à ses fins;
- Enfin, dans un marché fortement efficient, l'évolution des prix relève davantage du hasard (random walk), c'est-à-dire que tant l'analyste fondamental que le technicien verront leurs efforts peu couronnés de succès. Quelle approche peut-on alors adopter? On visera à constituer des portefeuilles efficientes qui reposeront sur la gestion optimale du rapport rendement/risque du portefeuille dans son ensemble.

Le tableau 8.2 résume ce que nous pouvons déduire des conséquences de l'HME en ce qui concerne les choix en matière de gestion de portefeuille.

Enfin, les marchés nord-américains sont-ils efficientes? La plupart des études sur le sujet ont conclu que les marchés nord-américains ne sont pas parfaitement efficientes, mais qu'ils le sont à un certain degré.

Lors de la débâcle de plusieurs marchés financiers asiatiques, dans la foulée de la crise financière qui a durement frappé des pays d'Asie en 1997-1998, on a vu plusieurs experts suggérer que ces pays se dotent d'institutions et de réglementations financières plus solides qui, seules, sauraient garantir l'émergence de marchés efficientes. À la suite de l'implosion de la bulle technologique à compter du printemps 2000 et de la crise de la gouvernance d'entreprise en 2001-2002 qui ont durement secoué les marchés nord-américains, on a dû remettre en question les idées reçues en ce qui a trait au très haut degré d'efficience des marchés nord-américains comparés à celui des marchés européens et asiatiques

TABLEAU 8.2 EFFICIENCE DU MARCHÉ ET MÉTHODES DE GESTION DE PORTEFEUILLE

Efficience du marché		Méthodes de gestion de portefeuille					
Degré	Signification	Analyse technique	Analyse fondamentale descendante	Analyse fondamentale ascendante	Gestion active	Gestion passive	Gestion du rapport rendement/risque
Nul	Le cours du marché ne prend en considération aucune information sur le titre	X	X	X	X		X
Faible	Le cours tient compte de toute l'information sur les transactions passées		X	X	X		X
Moyen	Le cours tient compte de toutes l'information publique			X	X	X	X
Élevé	Le cours tient compte de toute l'information existante					X	X

(surtout). Malgré ce difficile retour à la réalité, il y a des raisons de croire que les marchés financiers où qu'ils soient évoluent vers un plus grand degré d'efficience, et ce, pour les raisons suivantes:

- bien que plusieurs événements aient démontré, ces dernières années, que les marchés n'étaient pas parfaitement efficients — il s'en faut de beaucoup — ces situations ont été suivies de développements qui ont essentiellement pour but d'assurer, à l'intention de tous les acteurs du marché, la diffusion la plus rapide possible de toute l'information pertinente;
- La vigilance des investisseurs a été ragaillardie par nombre d'événements qui ont démontré de nouveau qu'il est essentiel d'analyser adéquatement l'information disponible;
- La révolution dans les technologies de l'information a, au cours des récentes années, permis que l'information soit accessible à tous les acteurs concernés, au même moment, et ce, à un coût très abordable.

C. La direction dans laquelle les marchés sont engagés

Le plus souvent, les marchés financiers sont engagés dans une certaine tendance, à la hausse ou à la baisse. Ce type de situation est certainement celui où il est le plus facile de tirer son épingle du jeu. Les spécialistes du marché le reconnaissent aisément par l'expression «A trend is your friend» qu'ils aiment bien rappeler à ceux qui veulent aller à contre-courant de la tendance. De façon plus épisodique, on reconnaît des marchés qui ne montrent pas de tendance décisive.

i) Les trois types de marchés

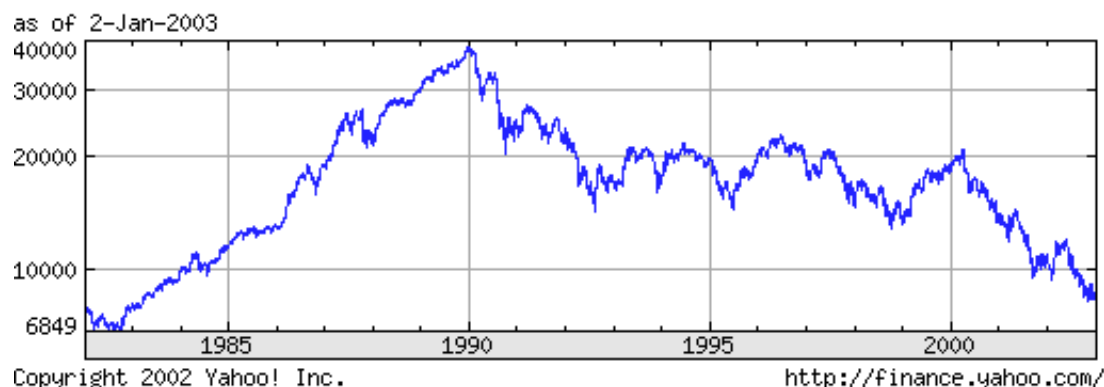
On peut distinguer trois types de marchés :

- le marché haussier, soit un marché où les valeurs boursières affichent une tendance généralement à la hausse;
- le marché baissier, soit l'inverse du premier; et
- le marché sans direction précise, évoluant dans un large intervalle.

Le schéma 8.2 illustre l'évolution de l'indice Nikkei 225 de la Bourse de Tokyo au cours de la période 1982-2002. On peut y voir des périodes illustrant chacun

SCHÉMA 8.2

ÉVOLUTION DE L'INDICE NIKKEI 225 (Bourse de Tokio)– 1982-2002



des trois types de marchés

On peut observer une période de marché haussier de 1982 jusqu'à 1990. Cette période a vu l'indice passer de 6850 à 40 000, une croissance annuelle moyenne composée de 25%. Cette période a été suivie d'un marché baissier de 1990 à 1993, et un autre marché baissier a commencé en 2000 et se poursuit jusqu'à la

fin de la période représentée sur le graphique. Ce graphique illustre également une longue période, de 1992 à 2000, où l'indice a évolué, sans maintenir une direction précise de façon soutenue, entre 13000 et 21000.

ii) L'implication pour la gestion de portefeuille

Lorsque le marché est engagé dans une tendance à la hausse soutenue, la gestion passive (ou celle qui consiste à acheter et à conserver) donnera des rendements intéressants pour l'investisseur, si le portefeuille est principalement composé d'actions.

Dans le cas d'un marché baissier, la même stratégie peut être appliquée, mais avec une différence importante: le portefeuille devra être composé d'obligations, puisque les marchés baissiers s'accompagnent généralement de taux d'intérêt à la baisse, ce qui fait monter le prix des obligations.

Par contre, la gestion passive donnera des résultats décevants dans les marchés qui n'ont pas de direction précise. La sélection rigoureuse des titres et les ajustements fréquents au portefeuille seront alors de mise pour dégager des rendements intéressants en capitalisant sur les mouvements à court terme des marchés.

Conclusion

Comme on le voit dans ce chapitre, on trouve une grande variété d'approches en matière de gestion de portefeuille. On a voulu ici en présenter un survol préparatoire aux prochains chapitres qui porteront sur l'analyse fondamentale, l'analyse technique, la gestion du rapport rendement/risque et la diversification de portefeuille.

Chacun de ces chapitres se concentrera, comme il se doit, sur une technique sans se référer aux autres approches. Dans le domaine de la gestion de portefeuille, de même qu'en bien d'autres, il semble que les différentes approches ont en quelque sorte la prétention à l'universalité : c'est le classique «Hors de la foi, point de salut!».

En pratique, comme ce chapitre a tenté de le démontrer, on a avantage à combiner les différentes approches de façon à développer un style de gestion personnel qui tienne compte des facteurs que nous avons reconnus : la compétence de l'investisseur et les objectifs poursuivis, le degré d'efficacité du marché et la direction générale du marché.

Pour mieux y parvenir, le lecteur devrait prévoir relire le présent chapitre après avoir complété la lecture du chapitre 12.