

L'attribution d'une valeur à votre valeur : quantifier l'Alpha du conseiller de Vanguard^{MC}

Recherche de Vanguard

Février 2019

Francis M. Kinniry Jr., CFA; Colleen M. Jaconetti, CPA, CFP®; Michael A. DiJoseph, CFA; Yan Zilbering; et Donald G. Bennyhoff, CFA

- La proposition de valeur des conseils est en train de changer. La nature des attentes des investisseurs évolue également. Et, heureusement, les ressources offertes aux investisseurs en font autant.
- Au moment de créer le concept de l'alpha du conseiller de Vanguard en 2001, nous avons décrit les façons dont les conseillers peuvent créer de la valeur, ou de l'alpha, en offrant des services axés sur les relations, comme une gestion du patrimoine judicieuse, par l'entremise de la planification financière, de la discipline et de conseils, plutôt qu'en tentant de devancer le marché¹.
- Depuis lors, nous n'avons cessé de prêter notre appui à ce concept. Le présent document pousse l'analyse de l'alpha du conseiller plus loin en tentant de quantifier les avantages que les conseillers peuvent apporter à la relation en offrant ces services, que ce soit séparément ou de façon combinée.
- À notre avis, le recours à l'alpha du conseiller de Vanguard peut ajouter environ 3 % au rendement net de vos clients et vous aider à faire valoir vos compétences et vos services. Comme pour toute approximation, le montant réel de valeur ajoutée peut grandement varier en fonction de la situation du client.

Remerciements : Le présent document est la plus récente mise à jour de la recherche de Vanguard publiée pour la première fois en 2014 sous le même titre. Pour obtenir de plus amples renseignements sur le cadre alpha du conseiller de Vanguard, consultez L'évolution de l'Alpha du conseiller de Vanguard : de la gestion de portefeuille à la gestion relationnelle (2018) par Donald G. Bennyhoff, Francis M. Kinniry, Jr. et Michael A. DiJoseph. Les auteurs remercient Christopher Celusniak pour sa contribution à la dernière version.

¹ Comme l'a écrit Josh Brown, de Ritholtz Wealth Management, « le document de Vanguard, *L'Alpha du conseiller*, a été la publication la plus marquante sur les façons dont les conseillers financiers peuvent créer de la valeur pour un client sans avoir uniquement recours à la gestion d'actifs. Je ne connais pas une seule personne sérieuse dans notre secteur qui ne l'a pas lu, partagé et intégré. »

La proposition de valeur des conseillers a toujours été plus facile à décrire qu'à définir. La valeur est une évaluation subjective qui varie d'une personne à l'autre. La valeur ajoutée de certains aspects des conseils de placement peut être quantifiée, mais il ne s'agit, au mieux, que d'une estimation, parce que chacun de ces aspects dépend de la conjoncture particulière des clients et des marchés.

À mesure que le secteur s'orientera vers un modèle à base d'honoraires, il pourrait être très tentant de définir la valeur ajoutée d'un conseiller en lui attribuant un chiffre annualisé. Ainsi, les frais déduits chaque année en contrepartie des services-conseils peuvent être considérés comme la « valeur ajoutée annuelle ». Toutefois, même si certaines des stratégies décrites ici peuvent dégager des avantages annuels – comme la réduction de l'impôt ou des frais de placement prévus –, les principales occasions ne se présentent pas régulièrement, mais plutôt de façon intermittente, souvent pendant des périodes de détresse ou d'euphorie des marchés.

Ces occasions peuvent attiser la peur ou l'avidité de l'investisseur, l'incitant à s'écarter d'un plan de placement bien conçu. Dans ces circonstances, la valeur ajoutée du conseiller peut représenter plusieurs dizaines de points de pourcentage, et non simplement des points de base², ce qui pourrait amplement compenser les frais de conseils versés pendant des années. Cependant, le relevé du client ne rend pas compte de la différence entre le rendement obtenu par vos clients s'ils restent fidèles à leur plan et celui obtenu s'ils l'abandonnent.

Un nombre infini de scénarios auraient pu se concrétiser si nous avions pris des décisions différentes; or, nous évaluons uniquement la décision qui a été prise et ses résultats. Par exemple, la majorité des relevés ne mentionnent nulle part les avantages que vous offrez en encourageant vos clients à « maintenir le cap » en période baissière ou à rééquilibrer leur portefeuille, même s'ils ont l'impression que ce n'est pas le bon moment. Cela dit, leur valeur et leur incidence sur la création de patrimoine pour les clients sont bien réelles.

Les quantifications présentées ici ont pour but d'établir une comparaison entre les résultats projetés d'un portefeuille géré en vertu de pratiques acceptées et reconnues en matière de gestion du patrimoine et ceux d'un portefeuille qui ne l'est pas. De toute évidence, les résultats varieront considérablement.

Croire c'est voir

Qu'est-ce qui fait qu'une auto dotée de quatre portes et quatre roues puisse coûter 300 000 \$, alors qu'une autre en vaut seulement 30 000 \$? La réponse diffère probablement d'une personne à l'autre. Il est également difficile d'obtenir une définition uniforme de l'alpha du conseiller de Vanguard. Pour les investisseurs qui n'ont pas le temps, la volonté ou la capacité de gérer leurs finances avec assurance, le recours à un conseiller peut offrir la tranquillité d'esprit. Ils préfèrent peut-être simplement consacrer leur temps à tout, sauf à cela. Ils peuvent se sentir dépassés par la multitude de produits offerts au sein du secteur des fonds, où même la dernière offre de produit, les FNB, comporte plus de 1 000 options différentes.

Dans ce contexte, il est pratiquement impossible de quantifier la valeur d'un conseiller. Néanmoins, la très grande majorité des fonds communs de placement sont offerts par l'entremise d'un conseiller, ce qui indique que les investisseurs accordent une grande importance aux conseils de placement professionnels. Nous n'avons pas besoin de voir l'oxygène pour en apprécier les bienfaits.

Les investisseurs qui produisent eux-mêmes leur déclaration de revenus se sont sans doute déjà demandé si un expert, tel qu'un CPA, serait plus efficace. Un CPA pourrait-il leur éviter de payer plus d'impôt que nécessaire? Si vous estimez qu'un expert peut ajouter de la valeur, vous voyez cette valeur, même si vous ne pouvez pas la quantifier à l'avance.

Le même raisonnement s'applique aux autres services ménagers que nous payons, comme la peinture, le ménage ou l'aménagement paysager. Ces services peuvent être considérés comme des services à portage « négatif », en ce sens que les avantages que nous obtenons des frais que nous payons sont principalement de nature émotionnelle plutôt que financière. Même si vous êtes tout à fait en mesure de manier un pinceau, vous préférez peut-être consacrer votre temps libre à autre chose. Ou encore, vous estimez qu'un peintre professionnel fera un meilleur travail. La valeur est une question de perspective.

C'est tout à fait compréhensible, pour un conseiller, de vouloir présenter une proposition de valeur moins subjective ou abstraite. Le rendement des placements semble être la valeur ajoutée la plus évidente et quantifiable. Pour les conseillers qui promettent des rendements supérieurs, la question qui s'impose est la suivante : supérieurs à quoi?

² Un point de base équivaut à 1/100 de point de pourcentage.

À ceux d'un indice de référence ou du marché? C'est peu probable, comme le montre l'historique des résultats des gestionnaires de fonds à gestion active, qui ne sont pas parvenus à surpasser systématiquement les indices de référence dans leur quête de rendements excédentaires (voir Rowley, Walker et Ning, 2018). Ou s'agit-il de résultats supérieurs à ceux d'un conseiller ou d'un investisseur qui n'applique pas les pratiques à valeur ajoutée décrites ici? Probablement, comme nous en discuterons dans les sections suivantes.

En effet, les investisseurs ont déjà fait savoir ce qu'ils pensent de la stratégie qui vise des rendements supérieurs à ceux du marché. Au cours de la période de 15 ans terminée en 2018, les flux de trésorerie vers les fonds communs de placement ont fortement favorisé les fonds indiciels et les FNB généraux plutôt que les fonds à frais élevés gérés activement (Bennyhoff et Walker, 2016)³. Essentiellement, les investisseurs ont choisi des placements qui sont généralement structurés en fonction du rendement de leur indice de référence, moins les frais de gestion. Ils semblent valoriser les fonds qui s'efforcent de reproduire le rendement d'un indice, plutôt que ceux qui essaient de le surpasser.

Pourquoi un tel choix? Ironiquement, leur approche est sensée, même si leur objectif global est d'obtenir un « rendement supérieur ». À long terme, les fonds indiciels sont censés offrir un meilleur rendement que celui du

porteur de parts de fonds communs de placement faisant partie de la même catégorie d'indice de référence, car leurs coûts moyens sont moins élevés (Rowley, Walker et Ning, 2018).

Une logique comparable peut être appliquée à la valeur des conseils : le fait de verser des honoraires à un professionnel qui utilise les outils et méthodes décrits ici peut fournir une valeur ajoutée comparativement à l'expérience d'un investisseur moyen, que celui-ci fasse ou non affaire avec un conseiller. Nous ne suggérons aucunement que tout conseiller qui facture des honoraires est en mesure d'offrir une valeur ajoutée. Les conseillers peuvent créer de la valeur s'ils comprennent la meilleure façon d'aider les investisseurs.

De même, nous ne pouvons espérer définir ici toutes les méthodes permettant de créer de la valeur. Par exemple, les stratégies axées sur les dons de bienfaisance, l'assurance des personnes clés ou la planification de la relève peuvent ajouter énormément de valeur dans les bonnes circonstances, mais elles ne répondent pas adéquatement aux besoins de l'investisseur « typique ». Les conseillers peuvent utiliser les pratiques décrites dans le présent document pour bâtir leur propre alpha.

Important : Les projections et les autres données générées par le Vanguard Capital Markets Model® (VCMM) en ce qui concerne la vraisemblance des résultats de placements divers sont de nature purement hypothétique; de plus, elles ne reflètent aucunement des résultats de placement réels et ne sauraient garantir les résultats futurs. Les résultats du VCMM varieront à chaque utilisation et au fil du temps. Ces données hypothétiques ne représentent pas les rendements d'un placement donné. (Voir l'annexe 2.)

Notes concernant les données sur le risque et le rendement : Tous les placements, y compris les placements actuels et futurs d'un portefeuille, sont assortis de risques, notamment la possibilité de perdre l'argent investi. Le rendement passé n'est pas garant des résultats futurs. Le rendement d'un indice ne correspond pas à celui d'un placement précis dans la mesure où il est impossible d'investir directement dans un indice. La diversification ne garantit pas un profit et ne protège pas contre les pertes en cas de repli du marché. Il n'y a aucune garantie qu'une certaine répartition de l'actif ou composition de fonds vous permettra d'atteindre vos objectifs de placement ou de toucher un niveau de revenu donné. Nous souhaitons rappeler que les fluctuations des marchés de capitaux, ainsi que d'autres facteurs, peuvent entraîner une baisse de la valeur de votre compte. Les fonds obligataires sont assujettis au risque qu'un émetteur manque à son obligation de faire les paiements à temps et que le cours d'une obligation chute en raison d'une hausse des taux d'intérêt ou des perceptions défavorables à l'égard de la capacité de la société émettrice d'effectuer ses paiements. Bien que les obligations du Trésor américain et autres titres d'organismes gouvernementaux apportent une protection non négligeable contre le risque de crédit, ils ne protègent pas les investisseurs contre les variations de cours dues aux fluctuations de taux d'intérêt. La garantie, par le gouvernement américain, des titres du Trésor et des titres émis par des organismes d'État s'applique seulement aux titres sous-jacents et n'empêche pas les cours de fluctuer.

3 Selon les calculs de l'équipe de recherche sur l'alpha du conseiller de Vanguard fondés sur des données de Morningstar.

La **figure 1** donne un aperçu (réparti en sept modules décrits dans la section « Modules de quantification de l'alpha du conseiller de Vanguard » qui commence à la page 8) de la valeur que, selon nous, les conseillers sont en mesure de créer en ayant recours aux meilleures pratiques en matière de gestion du patrimoine.

En fonction de notre analyse, les conseillers peuvent ajouter environ 3 % au rendement net des investisseurs en utilisant les stratégies de l'alpha du conseiller de Vanguard. Comme les clients conservent, dépensent ou lèguent seulement des montants nets, la gestion du patrimoine devrait toujours donner priorité à l'optimisation du rendement net. À notre avis, les investisseurs ne doivent pas s'attendre à cette amélioration de 3 % tous les ans; le parcours risque d'être très cahoteux. De plus, la valeur varie en fonction de la situation particulière de chaque client et de la façon dont les actifs sont gérés.

Naturellement, les stratégies que nous suggérons ne sont pas universellement applicables. Notre objectif est d'encourager les conseillers à adopter ces meilleures pratiques et de leur fournir un cadre pour décrire leurs propositions de valeur et les faire ressortir du lot. Le présent document se concentre sur les outils les plus couramment utilisés pour créer de la valeur. Il se penche aussi bien sur les stratégies et services axés sur les placements que sur ceux axés sur la relation-client.

Alpha du conseiller de Vanguard : avantageux pour vos clients et pour vos activités

Pour de nombreux clients, le fait de confier leur avenir à un conseiller représente un engagement à la fois financier et émotionnel. Comme c'est le cas pour trouver un nouveau médecin ou un autre prestataire de service, ils se fient généralement aux recommandations d'une autre personne

ou utilisent d'autres méthodes de diligence raisonnable. Ils font confiance à quelqu'un et supposent que cette personne agira dans leur intérêt.

Or, la confiance peut être fragile. Habituellement, elle est établie vers le début de la relation. Une fois que c'est fait et que la politique de placement a été mise en œuvre, nous croyons que la confiance est l'élément clé pour fidéliser le client.

D'abord et avant tout, les clients veulent être traités comme des personnes, non comme des portefeuilles. C'est pourquoi il est essentiel de commencer par élaborer un plan financier pour tisser les premiers liens avec les clients. Ce plan permet non seulement d'obtenir plus de renseignements concernant les placements, mais surtout, il permet aux clients de faire part de leurs plus grandes préoccupations : leurs objectifs, leur tolérance au risque, leur famille et leurs intérêts en matière de dons de bienfaisance. Tous ces renseignements sont empreints d'émotions et la volonté du client de vous les dévoiler est essentielle à l'établissement d'un lien de confiance.

Ce lien dépend aussi de votre capacité à respecter vos promesses. Ce qui nous amène à une autre question : quel niveau de contrôle exercez-vous réellement sur les services promis? Au début de la relation, on doit établir les attentes du client en ce qui a trait aux services, aux stratégies et au rendement. Certains aspects, comme la personnalité et les niveaux de service, sont entièrement de votre ressort. D'après les récentes recherches, les clients souhaitent plus d'échanges avec leurs conseillers et une plus grande réactivité de leur part (Bennyhoff, Kinniry et DiJoseph, 2018).

Ces recherches ont permis de déterminer que le manque d'initiative et les réponses tardives aux appels téléphoniques et courriels font partie des principales raisons pour lesquelles

Figure 1. La valeur ajoutée associée aux meilleures pratiques en matière de gestion du patrimoine

Stratégie Alpha du conseiller de Vanguard	Module	Avantage de passer du scénario décrit à la méthodologie Alpha du conseiller de Vanguard
		Valeur ajoutée type pour le client (points de base)
Répartition adéquate de l'actif au moyen de fonds/FNB largement diversifiés	I	> 0*
Mise en œuvre efficace sur le plan des coûts (ratio des frais)	II	34
Rééquilibrage	III	26
Encadrement des comportements	IV	150
Mode de détention de l'actif	V	De 0 à 75
Stratégie relative aux retraits (ordre des retraits)	VI	De 0 à 110
Placements axés sur le rendement total ou axés sur le revenu	VII	> 0*
Valeur ajoutée potentielle (points de base)		Environ 3 % au rendement net

* La valeur est appréciable, mais elle est difficile à quantifier, car elle varie d'un investisseur à l'autre.

Remarques : À notre avis, le recours à l'alpha du conseiller de Vanguard peut ajouter environ 3 % au rendement net de vos clients ainsi que vous aider à faire valoir vos compétences et vos services. Le montant réel de valeur ajoutée peut grandement varier en fonction de la situation du client.

Source : Vanguard.

les investisseurs changent de conseiller. Selon le modèle de rémunération fondé sur les honoraires, un conseiller reçoit le même revenu, qu'il appelle ses clients régulièrement pour faire le point ou seulement pour proposer un changement pour leur portefeuille. Le client attribue une valeur ajoutée nettement supérieure à un appel de courtoisie.

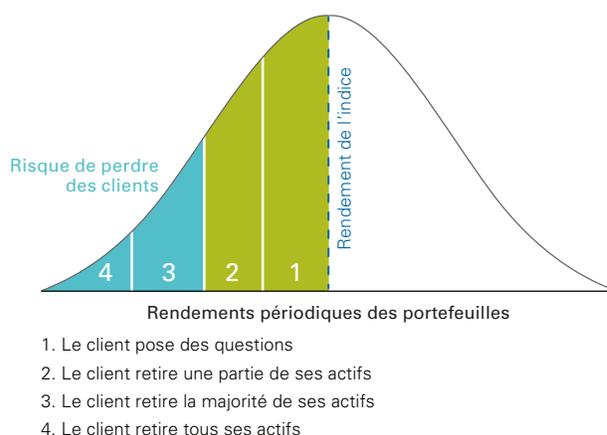
Cela ne signifie pas que le rendement est sans importance. Même si les conseillers ne peuvent pas contrôler le rendement, ils peuvent choisir les stratégies qu'ils utilisent dans le cadre de leur pratique. Par exemple, ils peuvent choisir dans quelle mesure les placements seront stratégiques ou tactiques, ou à quel point ils sont prêts à dévier d'un portefeuille représentant le marché général.

Dans le cadre du processus décisionnel, il est important de déterminer votre niveau d'engagement envers une stratégie, les raisons pour lesquelles une partie pourrait être disposée à adhérer à une autre stratégie, quelle partie possède plus de connaissances ou d'information et la période de conservation nécessaire pour que la stratégie porte ses fruits. Par exemple, un processus de placement qui dévie considérablement du marché général peut être fructueux lorsque vous visez dans le mille, mais il pourrait être désastreux si vos clients n'ont pas la patience nécessaire pour y rester fidèles lorsque les temps sont durs.

De nombreuses personnes n'aiment pas le changement. Les gens ont tendance à avoir une affinité pour l'inertie et à priser le statu quo, à moins d'avoir des raisons irréfutables de ne pas le faire. Quelles raisons pousseraient un client de longue date à ne plus faire appel à vos services? La répartition des rendements de la **figure 2** illustre où, selon nous, le risque de perdre des clients augmente. Bien qu'il soit possible de devancer le marché, les résultats antérieurs suggèrent qu'un rendement inférieur à celui du marché est plus probable.

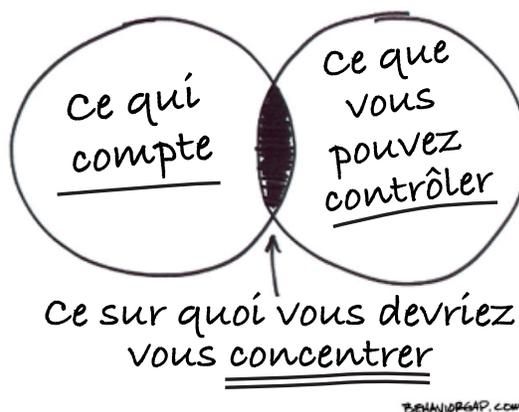
Le fait de dévier fortement d'une pondération en fonction de la capitalisation boursière au sein des portefeuilles de vos clients ou de prendre d'importantes décisions tactiques peut entraîner des écarts de rendement considérables par rapport à l'indice de référence. Comme le montre la figure 2, plus le rendement d'un portefeuille se déplace vers la gauche, c'est-à-dire plus le retard du portefeuille est important par rapport à l'indice de référence, plus le client est susceptible de vous retirer la gestion de ses actifs.

Figure 2. Distribution hypothétique des rendements de portefeuilles qui varient considérablement d'un portefeuille pondéré selon la capitalisation boursière



Source : Vanguard.

Carl Richards, CFP®, auteur populaire et personnalité des médias dans le domaine de la formation des investisseurs, est reconnu pour avoir créé des illustrations qui présentent avec clarté des enjeux financiers complexes. Le dessin présenté à droite résume non seulement le cadre de base de l'alpha du conseiller de Vanguard, mais synthétise également l'ensemble du processus de placement pour les investisseurs et les conseillers. Comprenez ce qui est important et ce que vous pouvez contrôler, et répartissez votre temps et vos ressources en conséquence.



Reproduit avec la permission de Carl Richards.

Les marchés sont instables et cycliques, mais cela ne veut pas dire que vos activités doivent l'être aussi. Par exemple, un conseiller pourrait croire qu'un portefeuille d'actions axé sur la valeur dégagera un rendement supérieur à long terme. Toutefois, il devra conserver les placements de ses clients pour que ce scénario se concrétise. Dans le passé, les titres de valeur ont accusé un retard par rapport à l'ensemble du marché pendant des périodes parfois prolongées (voir la **figure 3**).

Il est raisonnable de s'attendre à ce type de cyclicité, mais n'oubliez pas que la confiance de vos clients est fragile. Même si vous avez tissé des liens solides avec eux et gagné leur confiance, les périodes de rendement inférieur important (comme le démontrent les écarts de rendement sur 12 et 60 mois illustrés à la figure 3) peuvent ébranler cette confiance. (L'**annexe 1** présente les écarts de rendement pour les différents secteurs, pays, capitalisations, durations et types de titres.)

Nous ne sommes pas en train de dire que les écarts par rapport au marché sont inacceptables, mais qu'il est important de tenir compte de la taille de ces écarts à la lumière de la nature cyclique du marché et du comportement des investisseurs. Comme le montre la figure 3, il existe un écart de rendement évident entre une pondération de 50 % et de 10 % des titres de valeur au sein d'un portefeuille général d'actions américaines. Comme on peut s'y attendre, plus l'écart est petit par rapport à l'ensemble du marché, plus l'erreur de suivi et l'écart de rendement sont négligeables. Dans cette optique, songez à affecter une part importante de l'actif des portefeuilles de vos clients aux « placements de base », que nous définissons comme des placements largement diversifiés, à faible coût et pondérés en fonction de la capitalisation boursière (voir la **figure 4**). Limitez les écarts à un niveau qui correspond au comportement moyen de l'investisseur et à votre degré de confort à titre de conseiller.

Pour les conseillers offrant des services à base d'honoraires, les écarts considérables par rapport à une approche fondamentale à l'égard de la construction des portefeuilles peuvent avoir des incidences majeures et entraîner des résultats asymétriques. Étant donné que les investisseurs déclarent généralement détenir la majorité de leur actif à investir auprès d'un conseiller principal (Cogent Wealth Reports, 2015), les gains potentiels d'un rendement supérieur pour le conseiller sont moindres par rapport aux pertes potentielles si le portefeuille affiche un rendement inférieur. Même si un client est susceptible de confier une partie légèrement plus importante de son actif à son conseiller si la stratégie de placement porte ses fruits, il risque aussi d'en retirer une partie, voire la totalité, si celle-ci échoue. Donc, au moment d'envisager de dévier des pondérations du marché, vérifiez si vos clients et vos activités sont prêts à affronter toutes les conséquences possibles.

Assurer la pérennité de vos activités

Dans le monde des services à honoraires, les actifs sont rois. Pourquoi? L'acquisition de clients demande un investissement important en temps, en énergie et en capitaux. L'élaboration d'un plan financier peut prendre de nombreuses heures et nécessiter plusieurs rencontres. La **figure 5** démontre que ces coûts ont tendance à être concentrés au début de la relation, voire avant (en ce qui concerne les frais généraux et les préparatifs du conseiller), puis à diminuer avec le temps. Dans le modèle de rémunération fondé sur les commissions, c'est de là que provient l'essentiel des revenus, sous la forme d'une somme plus ou moins forfaitaire. En revanche, selon le modèle à honoraires, un conseiller pourrait être responsable des mêmes actifs pendant plusieurs années avant que ceux-ci génèrent ce niveau de revenu. C'est pourquoi les actifs – et leur conservation – sont primordiaux.

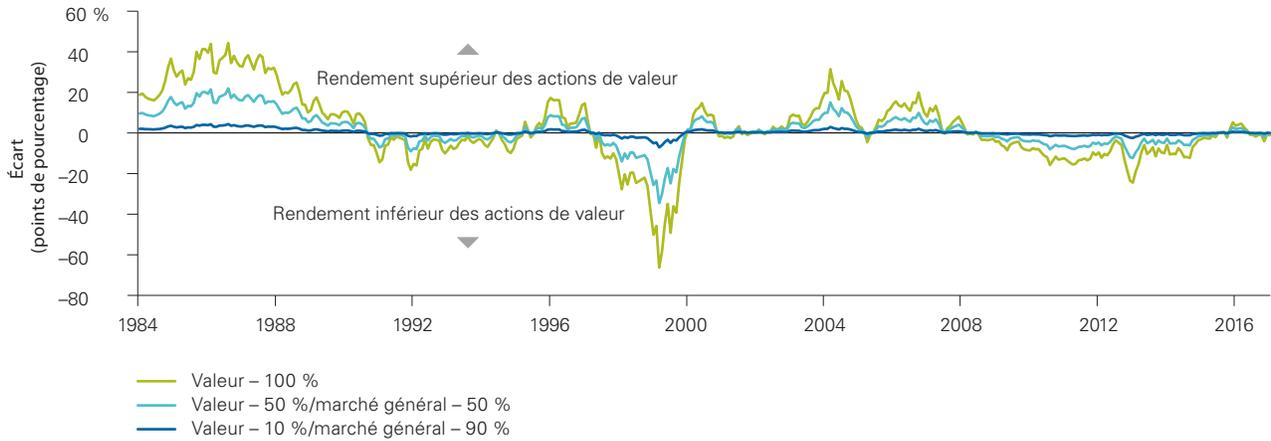
Conclusion

« L'attribution d'une valeur à votre valeur » est aussi subjective et unique que chaque investisseur individuel. Pour certains, l'avantage de faire affaire avec un conseiller réside dans la tranquillité d'esprit. Pour d'autres, la relation avec un conseiller peut ajouter environ 3 % au rendement net par l'adoption du modèle de l'alpha du conseiller de Vanguard en ce qui concerne la gestion du patrimoine, particulièrement pour les investisseurs imposés. Cette hausse ne devrait pas être considérée comme une valeur ajoutée annuelle, mais elle est susceptible d'être enregistrée de façon intermittente. Certaines des meilleures occasions de créer de la valeur surviennent durant les périodes de tension ou d'euphorie du marché, lorsque les clients sont tentés d'abandonner leur plan de placement bien conçu.

Bien que tous les conseillers ont accès aux stratégies discutées dans les présentes, leur pertinence (et la valeur ajoutée qui en découle) variera selon les circonstances du client (horizon de placement, tolérance au risque, objectifs financiers, composition du portefeuille et tranche d'imposition marginale, par exemple) et la mise en œuvre du conseiller. Notre analyse et nos conclusions visent à vous motiver à adopter et à accepter ces pratiques judicieuses et à les considérer comme un cadre pour décrire votre proposition de valeur et la faire ressortir du lot.

Le cadre de l'alpha du conseiller de Vanguard n'est pas seulement avantageux pour vos clients, mais également pour votre cabinet. La rémunération des services de gestion des actifs est en train de passer d'un modèle à commissions à un modèle à honoraires. C'est pourquoi le volume des actifs et leur conservation sont primordiaux. L'application des stratégies présentées ici peut vous ménager plus de temps pour communiquer avec vos clients et accroître votre taux de fidélisation en évitant les écarts de rendement importants par rapport au marché, l'objectif étant d'assurer la pérennité de vos activités.

Figure 3. Rendement relatif des actions de valeur par rapport au marché boursier américain général

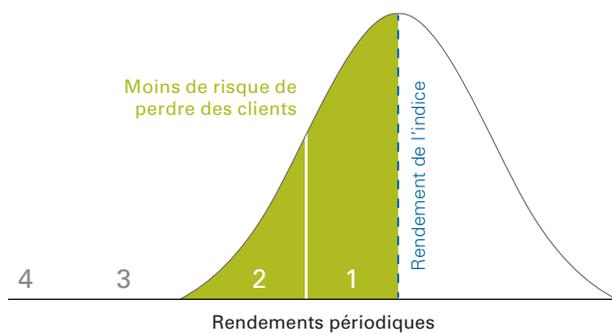


Plus vastes écarts de rendement (en points de pourcentage)	12 mois		60 mois	
	Rendement supérieur	Rendement inférieur	Rendement supérieur	Rendement inférieur
Valeur - 100 %	28,3 %	-18,7 %	44,4 %	-66,6 %
Valeur - 50 %/marché général - 50 %	13,4 %	-9,6 %	22,0 %	-34,7 %
Valeur - 10 %/marché général - 90 %	2,6 %	-1,9 %	4,4 %	-7,2 %

Remarques : Le marché boursier américain général est représenté par l'indice Dow Jones Wilshire 5000 jusqu'au 22 avril 2005, par l'indice MSCI US Broad Market du 23 avril 2005 au 2 juin 2013 et par l'indice CRSP US Total Market par la suite. Les actions américaines de valeur sont représentées par l'indice S&P 500/Barra Value jusqu'au 16 mai 2003, par l'indice MSCI US Prime Market Value du 17 mai 2003 au 16 avril 2013 et par l'indice CRSP US Large Cap Value par la suite.

Source : Calculs de Vanguard, d'après les données de FactSet.

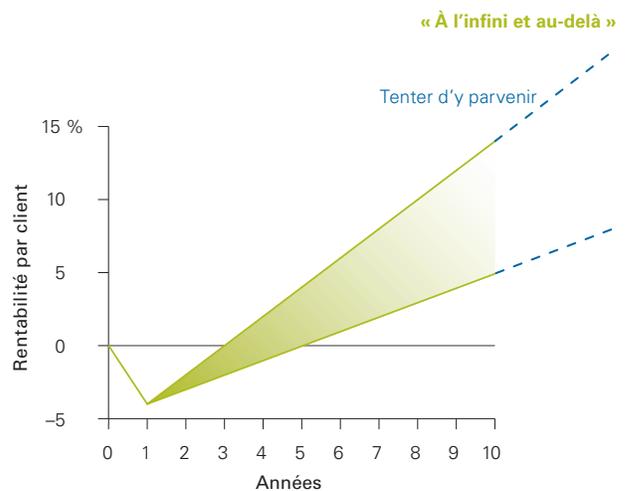
Figure 4. Distribution hypothétique des rendements de portefeuilles qui s'apparentent à un portefeuille pondéré selon la capitalisation boursière



1. Le client pose des questions
2. Le client retire une partie de ses actifs
3. Le client retire la majorité de ses actifs
4. Le client retire tous ses actifs

Source : Vanguard.

Figure 5. Courbe en J de l'alpha du conseiller



Source : Vanguard.

Modules de quantification de l'alpha du conseiller de Vanguard

La présente section comprend notre analyse de base ainsi qu'un tableau résumant les meilleurs outils de gestion du patrimoine et leur module correspondant, ainsi que la valeur ajoutée potentielle dont vous pourriez bénéficier en y adhérant.

Module I. Répartition de l'actif	9
Module II. Mise en œuvre efficace sur le plan des coûts	11
Module III. Rééquilibrage.....	12
Module IV. Encadrement des comportements	15
Module V. Mode de détention de l'actif.....	18
Module VI. Ordre des retraits des portefeuilles des clients.....	20
Module VII. Placements axés sur le rendement total ou axés sur le revenu.....	22

La valeur ajoutée associée aux meilleures pratiques en matière de gestion du patrimoine

Stratégie Alpha du conseiller de Vanguard	Module	Avantage de passer du scénario décrit à la méthodologie Alpha du conseiller de Vanguard
		Valeur ajoutée type pour le client (points de base)
Répartition adéquate de l'actif au moyen de fonds/FNB largement diversifiés	I	> 0 pb*
Mise en œuvre efficace sur le plan des coûts (ratio des frais)	II	34 pb
Rééquilibrage	III	26 pb
Encadrement des comportements	IV	150 pb
Mode de détention de l'actif	V	De 0 à 75 pb
Stratégie relative aux retraits (ordre des retraits)	VI	De 0 à 110 pb
Placements axés sur le rendement total ou axés sur le revenu	VII	> 0 pb*
Total de la valeur ajoutée potentielle		Environ 3 % au rendement net

* La valeur est appréciable, mais elle est difficile à quantifier, car elle varie d'un investisseur à l'autre.

Remarques : À notre avis, le recours à l'alpha du conseiller de Vanguard peut ajouter environ 3 % au rendement net de vos clients ainsi que vous aider à faire valoir vos compétences et vos services. Le montant réel de valeur ajoutée peut grandement varier en fonction de la situation du client.

Source : Vanguard.

Module I. Répartition de l'actif

Valeur ajoutée potentielle : La valeur ajoutée est appréciable, mais trop unique pour être quantifiée, car elle varie en fonction de l'horizon de placement, de la tolérance au risque et des objectifs financiers de chaque investisseur.

La répartition de l'actif désigne le pourcentage d'un portefeuille investi dans diverses catégories d'actif, comme les actions, les obligations et les liquidités, selon la situation financière, la tolérance au risque et l'horizon de placement de l'investisseur. Il s'agit du facteur qui a le plus d'incidence sur la variabilité des rendements et les résultats à long terme d'un portefeuille largement diversifié qui ne cherche à anticiper les mouvements du marché que de façon limitée (Davis, Kinniry et Sheay, 2007).

Nous croyons qu'un plan de placement solide commence par l'énoncé de politique de placement de l'investisseur. Celui-ci présente les objectifs financiers ainsi que tout autre renseignement pertinent, comme la répartition de l'actif, les cotisations annuelles, les dépenses prévues et l'horizon de placement. Malheureusement, bon nombre d'investisseurs négligent cette étape cruciale, notamment parce que c'est un exercice fastidieux, qui nécessite beaucoup de temps. Le plan financier est toutefois déterminant pour la réussite en matière de placement : il établit les lignes directrices pour la totalité des finances du client et, lorsqu'il est bien exécuté, il constitue la pierre angulaire sur laquelle s'appuie tout le reste.

En vous dotant d'un plan bien pensé, non seulement vous donnez à votre client les meilleures chances d'atteindre ses objectifs financiers à long terme, mais vous posez les bases de l'encadrement futur du comportement.

Que les marchés affichent de bons ou de piètres rendements, vous pouvez aider vos clients à ignorer les rumeurs qui laissent à penser que s'ils n'apportent pas de changements à leurs placements, ils commettent une erreur. Les rumeurs qui circulent ont rarement un lien réel avec les objectifs particuliers des investisseurs : le rendement du marché et les manchettes changent beaucoup plus souvent. Ainsi, le fait de ne pas réagir aux rumeurs incessantes et de s'en tenir à son plan établi peut ajouter beaucoup de valeur. Le processus semble simple, mais il s'est avéré très difficile pour les investisseurs et les conseillers.

La répartition de l'actif et la diversification sont deux des outils les plus puissants dont les conseillers disposent pour aider leurs clients à atteindre leurs objectifs financiers et gérer le risque de placement. Depuis le marché baissier de 2000 à 2002 aux États-Unis, de nombreux investisseurs favorisent des portefeuilles plus élaborés, qui sont répartis dans plus de catégories d'actif qu'auparavant. C'est souvent dû au fait que les actions ont connu deux importants marchés baissiers et une « décennie perdue », et aux très faibles taux enregistrés par les obligations traditionnelles de premier ordre. Ce qu'on oublie souvent, c'est que les attentes en matière de rendement devraient être proportionnelles à celles en matière de risque. Il est rare que l'on puisse s'attendre à des rendements supérieurs sans une augmentation correspondante du risque.

Une façon de démontrer qu'un portefeuille traditionnel composé de positions acheteur seulement et très liquide peut être concurrentiel est de comparer un portefeuille composé à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations aux fonds de dotation étudiés par NACUBO-Commonfund (2017), comme le montre la figure I-1. Comme les fonds qui font l'objet de l'étude profitent des services d'experts incroyablement chevronnés et d'un accès unique à certains placements, il serait très ardu de reproduire leurs résultats, voire de s'en approcher. Et pourtant, un portefeuille composé de catégories d'actif traditionnelles (actions et obligations canadiennes et étrangères) supporte très bien la comparaison, puisqu'il surpasse la vaste majorité (90 %) de ces fonds de dotation.

Même si le portefeuille traditionnel (60 % d'actions et 40 % d'obligations) n'investit pas nécessairement dans autant de catégories d'actif que les fonds de dotation, il ne devrait pas être considéré comme étant simple. La plupart du temps, ces catégories d'actif, de même que les fonds indiciaires et les FNB disponibles à l'investissement qui tentent de reproduire leur rendement, conviennent parfaitement. Par exemple, un portefeuille diversifié qui investit dans des fonds indiciaires généraux donne aux investisseurs accès à plus de 9 000 titres individuels et près de 12 000 obligations individuelles, ce qui représente respectivement plus de 99 % et 83 % de la capitalisation boursière. Mieux encore, les outils pour la mise en œuvre, comme les fonds communs de placement et les FNB, peuvent être très efficaces : largement diversifiés, assortis de faibles coûts, fiscalement avantageux et accessibles.

Tirant parti de ces avantages, l'actif peut être réparti en investissant seulement dans un faible nombre de fonds. Certains conseillers prétendent que cette méthode est trop simple pour justifier des honoraires, mais simple ne signifie pas simpliste. Un portefeuille qui combine une vaste diversification par catégories d'actif, de faibles coûts et une transparence en matière de rendements peut permettre à la plupart des investisseurs d'adopter une stratégie de placement en toute confiance et de mieux faire face aux fluctuations du marché. La complexité n'est pas nécessairement sophistiquée, elle est tout simplement complexe.

La simplicité est un avantage, et non un inconvénient, et elle peut être utilisée pour assurer une meilleure compréhension de la stratégie de répartition de l'actif et de la source du rendement. L'ajout de fonds indiciaires ou de FNB aux placements de base d'un portefeuille permet d'en rehausser la simplicité et la transparence, puisque le risque associé aux changements d'orientation de ce portefeuille (une source d'incertitude sur le plan des rendements) est minime. Ces caractéristiques peuvent être utilisées pour arrimer les attentes et pour aider les clients à garder le cap lorsque les manchettes et les émotions les incitent à abandonner leur plan d'investissement.

Figure I-1. Comparaison entre le rendement de fonds de dotation et d'un portefeuille traditionnel composé à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations

	Petits fonds de dotation (44 % des fonds de dotation)	Fonds de dotation moyens (44 % des fonds de dotation)	Grands fonds de dotation (12 % des fonds de dotation)	Portefeuille 60 % actions/ 40 % obligations
1 an	11,80 %	12,60 %	12,90 %	11,40 %
3 ans	3,95 %	3,96 %	4,93 %	5,19 %
5 ans	7,64 %	7,76 %	8,49 %	8,55 %
10 ans	4,18 %	4,24 %	5,03 %	5,64 %
15 ans	6,04 %	6,79 %	7,99 %	7,27 %
30 ans	7,38 %	8,27 %	9,73 %	8,02 %

Remarques : Les données sont en date du 30 juin de chaque année jusqu'au 30 juin 2017. Pour le portefeuille composé à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations, les actions américaines (42 %) sont représentées par l'indice Dow Jones Wilshire 5000 jusqu'au 22 avril 2005 et par l'indice MSCI US Broad Market par la suite. Les actions non américaines (18 %) sont représentées par l'indice MSCI World ex USA jusqu'en décembre 1987, puis par l'indice MSCI All Country World ex USA. Les obligations (40 %) sont représentées par l'indice Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond. Le rendement passé n'est pas garant des résultats futurs. Le rendement d'un indice ne correspond pas à celui d'un placement précis dans la mesure où il est impossible d'investir directement dans un indice.

Sources : Vanguard et étude de NACUBO-Commonfund sur les fonds de dotation.

Module II. Mise en œuvre efficace sur le plan des coûts

Valeur ajoutée potentielle : 34 pb par année en optant pour des fonds à faibles coûts. Il s'agit de la différence entre l'expérience de l'investisseur moyen, laquelle est mesurée par le ratio des frais pondéré en fonction de l'actif de l'ensemble du secteur des fonds communs de placement et des FNB, et le coût le plus faible de ces fonds. Cette valeur pourrait être plus élevée si on la compare aux fonds à coûts plus élevés.

La mise en œuvre efficace sur le plan des coûts est une composante essentielle de la boîte à outils du conseiller et elle repose sur des calculs simples : le rendement brut moins les coûts (ratios des frais, frais d'opérations ou coûts frictionnels, et impôt) est égal au rendement net. Chaque dollar que l'investisseur verse pour s'acquitter des frais de gestion, des frais d'opérations et de l'impôt est un dollar retranché de son rendement potentiel. Pour les conseillers à honoraires, cela équivaut à une croissance plus faible de leur actif sous gestion, qui sert de base pour le calcul de leurs revenus tirés des honoraires. Par conséquent, la mise en œuvre efficace sur le plan des coûts est avantageuse tant pour les clients que pour les conseillers.

Si de faibles coûts se traduisent par un meilleur rendement des placements (et les recherches ont démontré à maintes reprises que c'était le cas), les coûts devraient jouer un rôle dans le processus de sélection des titres d'un conseiller. À la lumière de l'essor récent du marché des FNB, les conseillers aujourd'hui peuvent faire leur choix dans un univers de placements beaucoup plus vaste, et les coûts des FNB figurent parmi les plus bas du secteur des fonds communs de placement.

En nous appuyant sur les recherches antérieures de Vanguard⁴, qui examinent le lien entre les ratios des frais nets et les rentrées nettes de capitaux au cours de la dernière décennie jusqu'en 2017, nous avons constaté qu'un investisseur pourrait économiser de 26 à 34 pb par

année en optant pour des fonds à faibles coûts, comme le montre la **figure II-1**. En analysant le ratio des frais pondéré en fonction de l'actif du secteur des fonds communs de placement et des FNB, nous avons constaté que, suivant la répartition de l'actif, l'investisseur moyen verse chaque année entre 32 pb (portefeuille entièrement composé d'obligations) et 44 pb (portefeuille entièrement composé d'actions). En revanche, le détenteur moyen de parts de fonds du dernier quartile des fonds assortis des frais les plus faibles peut s'attendre à payer annuellement entre 7 pb (portefeuille entièrement composé d'obligations) et 10 pb (portefeuille entièrement composé d'actions). Cette analyse tient seulement compte des coûts du portage explicites (ratio des frais) et est extrêmement prudente dans son calcul des coûts totaux de placement, qui comprennent souvent les commissions de vente et les frais « 12b-1 ».

Cette valeur ajoutée n'a rien à voir avec le rendement du marché. Moins vous payez, plus vous en avez, et ce, quelle que soit l'humeur des marchés. En fait, dans un contexte de piètre performance, les coûts prennent encore plus d'importance, car plus les rendements sont bas, plus les frais les rongent. En comparaison aux fonds assortis de frais supérieurs au ratio moyen pondéré en fonction de l'actif présenté à la figure II-1 (de 32 à 44 pb), la valeur ajoutée pourrait être encore plus élevée que celle dont nous avons discuté ci-dessus.

Figure II-1. Ratio des frais pondéré en fonction de l'actif et placements à faibles coûts

Actions/obligations	100 %/0 %	80 %/20 %	60 %/40 %	50 %/50 %	40 %/60 %	20 %/80 %	0 %/100 %
Ratio des frais pondéré en fonction de l'actif	0,44 %	0,42 %	0,33 %	0,38 %	0,37 %	0,35 %	0,32 %
« Plus bas des plus bas »	0,10	0,09	0,09	0,08	0,08	0,07	0,07
Mise en œuvre efficace sur le plan des coûts (ratio des frais, pb)	0,34	0,32	0,24	0,30	0,29	0,27	0,26

Remarque : La catégorie « Plus bas des plus bas » comprend les fonds dont le ratio des frais est classé dans les 7 % (environ) les plus faibles de notre univers selon le nombre de fonds.

Source : Calculs de Vanguard, selon des données de Morningstar, Inc. au 31 décembre 2017.

⁴ Voir le document de recherche de Vanguard intitulé *Investors Are "Voting With Their Feet" on Costs* (Bennyhoff et Walker, 2016).

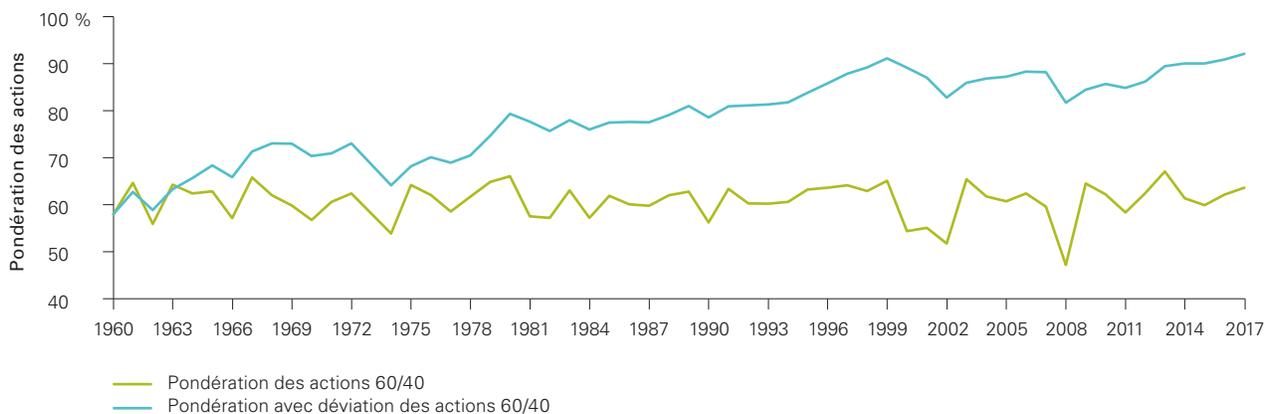
Module III. Rééquilibrage

Valeur ajoutée potentielle : Jusqu'à 26 pb en rajustant en fonction du risque un portefeuille composé à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations, rééquilibré chaque année, comparativement à un portefeuille identique qui n'est pas rééquilibré (et, ainsi, dévie de sa composition cible).

Il est non seulement important de déterminer la répartition de l'actif, mais il est également essentiel d'y rester fidèle. Comme les placements produisent des rendements différents au fil des ans, le portefeuille dévie sans doute de sa répartition cible, présentant ainsi un nouveau profil risque-rendement qui pourrait ne pas correspondre aux préférences originales de votre client. **Notez que l'objectif d'une stratégie de rééquilibrage consiste à réduire le plus possible le risque, plutôt qu'à maximiser le rendement.** Les investisseurs qui cherchent à maximiser leur rendement, quel que soit le risque, devraient affecter la totalité de leur actif aux actions afin de profiter pleinement de leur prime de risque. Les placements qui ne sont pas rééquilibrés, mais qui dévient en fonction des marchés ont connu une volatilité plus élevée.

Dans un portefeuille équilibré, cette prime de risque a tendance à faire en sorte que les actions deviennent surpondérées par rapport aux catégories d'actif présentant un profil risque-rendement inférieur, comme les obligations. Même si le fait de ne pas rééquilibrer le portefeuille peut favoriser les rendements à long terme à mesure que la pondération des actions augmente, le véritable avantage du rééquilibrage réside dans le contrôle du risque. Un portefeuille qui présente une surpondération des actions est plus vulnérable aux corrections du marché boursier, ce qui le rend susceptible de connaître des pertes plus importantes que le portefeuille cible composé à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations, comme le montre la **figure III-1**.

Figure III-1. Portefeuille composé à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations, rééquilibré et non rééquilibré, de 1960 à 2017



Remarques : Les actions sont représentées par l'indice Standard & Poor's 500 de 1960 à 1974; l'indice Wilshire 5000 de 1975 au 22 avril 2005; l'indice MSCI US Broad Market du 23 avril 2005 au 2 juin 2013; et l'indice CRSP US Total Market par la suite. Les obligations sont représentées par l'indice S&P High Grade Corporate de 1960 à 1968; l'indice Citigroup High Grade de 1969 à 1972; l'indice Bloomberg Barclays U.S. Long Credit AA Bond de 1973 à 1975; l'indice Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond de 1976 à 2009; et l'indice Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Float Adjusted par la suite.

Source : Calculs de Vanguard, d'après les données de FactSet.

Pendant cette période (de 1960 à 2017), un portefeuille composé à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations qui a été rééquilibré chaque année a dégagé un rendement légèrement inférieur (9,05 % contre 9,45 %) tout en présentant un risque grandement inférieur (11,09 % contre 13,76 %) à celui d'un portefeuille détenant les mêmes proportions d'actions et d'obligations qui n'a pas été rééquilibré (déviation), comme le montre la figure III-2.

Selon Vanguard, le rééquilibrage vise à réduire le plus possible le risque, non à maximiser le rendement. Toutefois, pour attribuer une valeur au rendement

dans le cadre de cet exercice de quantification, nous avons cherché au cours de la même période un portefeuille rééquilibré présentant un risque semblable à celui du portefeuille non rééquilibré. Nous avons découvert qu'un portefeuille composé à 80 % d'actions et à 20 % d'obligations présentait un niveau de risque similaire, mesuré par l'écart-type (13,78 % contre 13,76 %) et dégagait un rendement annualisé moyen supérieur (9,71 % contre 9,45 %), comme l'indiquent les figures III-2 et III-3.

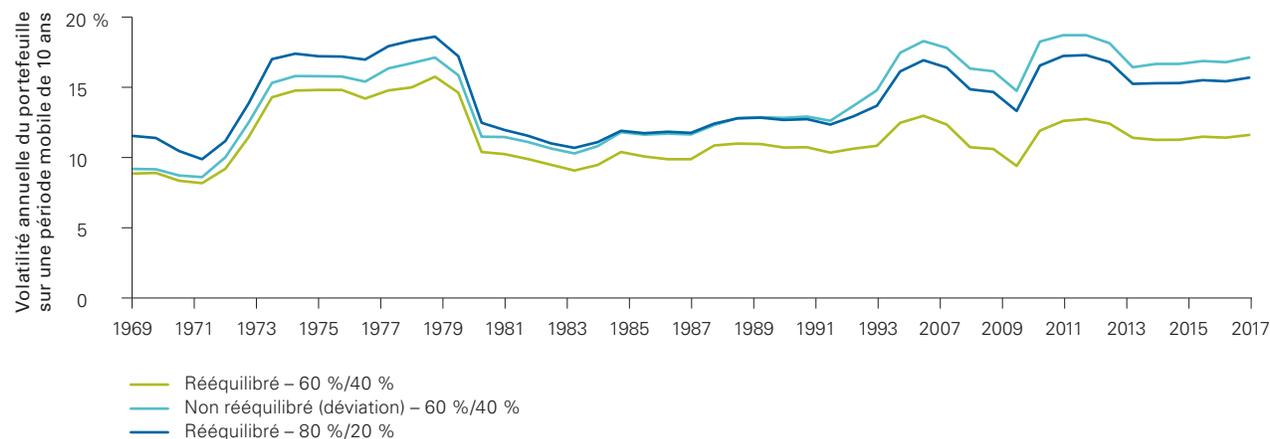
Figure III-2. Rendement et risque des portefeuilles rééquilibrés et non rééquilibrés, de 1960 à 2017

	60 % actions/ 40 % obligations	60 % actions/ 40 % obligations (déviation)	80 % actions/ 20 % obligations
Rendement annualisé moyen	9,05 %	9,45 %	9,71 %
Écart-type annuel moyen	11,09 %	13,76 %	13,78 %
Ratio de Sharpe	0,38	0,33	0,35

Remarques : Les actions sont représentées par l'indice Standard & Poor's 500 de 1960 à 1974; l'indice Wilshire 5000 de 1975 au 22 avril 2005; l'indice MSCI US Broad Market du 23 avril 2005 au 2 juin 2013; et l'indice CRSP US Total Market par la suite. Les obligations sont représentées par l'indice S&P High Grade Corporate de 1960 à 1968; l'indice Citigroup High Grade de 1969 à 1972; l'indice Bloomberg Barclays U.S. Long Credit AA Bond de 1973 à 1975; l'indice Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond de 1976 à 2009; et l'indice Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Float Adjusted par la suite.

Source : Calculs de Vanguard, d'après les données de FactSet.

Figure III-3. On constate que le portefeuille non rééquilibré (déviation) présentait un niveau de risque similaire à celui d'un portefeuille rééquilibré composé à 80 % d'actions et à 20 % d'obligations.



Remarques : Les actions sont représentées par l'indice Standard & Poor's 500 de 1969 à 1974; l'indice Wilshire 5000 de 1975 au 22 avril 2005; l'indice MSCI US Broad Market du 23 avril 2005 au 2 juin 2013, et l'indice CRSP US Total Market par la suite. Les obligations sont représentées par l'indice S&P High Grade Corporate de 1960 à 1968; l'indice Citigroup High Grade de 1969 à 1972; l'indice Bloomberg Barclays U.S. Long Credit AA Bond de 1973 à 1975; l'indice Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond de 1976 à 2009; et l'indice Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Float Adjusted par la suite.

Source : Calculs de Vanguard, d'après les données de FactSet.

Nous ne nous attendons pas à ce que le risque associé à un portefeuille composé à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations et sujet à déviation soit conforme au risque associé à un portefeuille composé à 80 % d'actions et à 20 % d'obligations. Toutefois, nous croyons que la prime de risque des actions persistera et que les placements qui ne sont pas rééquilibrés sur de longues périodes afficheront des rendements plus élevés et un risque plus élevé que le portefeuille cible. Un investisseur qui est à l'aise avec un risque plus élevé devrait simplement choisir la pondération d'actions la plus élevée à la création, puis rééquilibrer le portefeuille pour maintenir cette répartition au fil du temps.

En aidant les investisseurs à rester fidèles à leur stratégie de répartition de l'actif et à conserver leurs placements, vous augmentez la probabilité qu'ils atteignent leurs objectifs. Cela dit, le rééquilibrage est souvent un défi sur le plan émotionnel. Par le passé, des occasions de rééquilibrage se sont présentées lorsque les diverses catégories d'actif (comme les actions et les obligations) présentaient d'importants écarts de rendements. Que les marchés soient haussiers ou baissiers, le fait de délaisser des placements performants au profit de titres qui font moins bonne figure semble contraire à la logique. Le conseiller peut apporter au client la discipline nécessaire lorsque le besoin de rééquilibrage est impératif, c'est-à-dire lorsqu'il exige un acte de foi.

Rappelez-vous, aussi, que le rééquilibrage n'est pas nécessairement gratuit. Les coûts associés à cette procédure peuvent inclure l'impôt et les coûts de transaction, sans compter le temps et les efforts du conseiller. Tous ces coûts peuvent réduire le rendement du client. Le conseiller peut créer de la valeur en conciliant tous ces éléments, ce qui peut réduire les coûts. Par exemple, il est possible de rééquilibrer un portefeuille en orientant les dividendes, les intérêts, les gains en capital réalisés ou les nouveaux dépôts vers la catégorie d'actif la plus sous-pondérée. Cette mesure peut aider à maintenir la répartition de l'actif du client plus près de sa cible, en plus de réduire les coûts.

Le conseiller peut aussi décider de rééquilibrer le portefeuille en fonction de la cible ou d'une répartition intermédiaire, selon les coûts. Lorsque les frais d'opérations sont principalement fixes, indépendamment de la taille de la transaction (comme les coûts associés au temps), le rééquilibrage en fonction de la répartition cible est optimal, parce qu'il réduit la nécessité de procéder à d'autres transactions. Lorsque les frais d'opérations sont principalement proportionnels à la taille de la transaction, comme pour les commissions ou l'impôt, le rééquilibrage à la limite la plus proche est optimal, parce qu'il réduit la taille de la transaction⁵.

Les conseillers qui peuvent systématiquement diriger les flux de trésorerie des investisseurs vers la catégorie d'actif la plus sous-pondérée ou rééquilibrer leur portefeuille selon la limite la plus appropriée sont susceptibles de réduire les coûts de rééquilibrage et d'accroître ainsi le rendement qu'obtiennent leurs clients.

⁵ Veuillez consulter le document de recherche de Vanguard intitulé *Best Practices for Portfolio Rebalancing* (Jaconetti, Kinniry et Zilbering, 2010).

Module IV. Encadrement des comportements

Valeur ajoutée potentielle : Des recherches réalisées par Vanguard et d'autres études universitaires ont conclu que l'encadrement du comportement peut bonifier de 1 à 2 % le rendement net. La discipline et les conseils offerts pourraient représenter la plus grande valeur ajoutée potentielle parmi tous les outils à la disposition des conseillers.

Comme les placements suscitent des émotions, les investisseurs doivent aider leurs clients à garder une perspective à long terme et une approche rigoureuse.

Cette aide peut créer beaucoup de valeur potentielle.

La plupart des investisseurs sont conscients de ces principes éprouvés; le plus difficile est de les respecter dans toutes les circonstances. Avoir des émotions n'est pas une question de rationalité ou d'irrationalité en matière de placement : c'est une question humaine. Il est normal que les gens soient influencés par les opinions exprimées par les experts, les médias ou les manchettes, qui recommandent souvent des changements. S'écarter d'une stratégie de placement bien planifiée peut être une décision coûteuse, et les recherches ont montré que certains des défis les plus importants sont de nature comportementale.

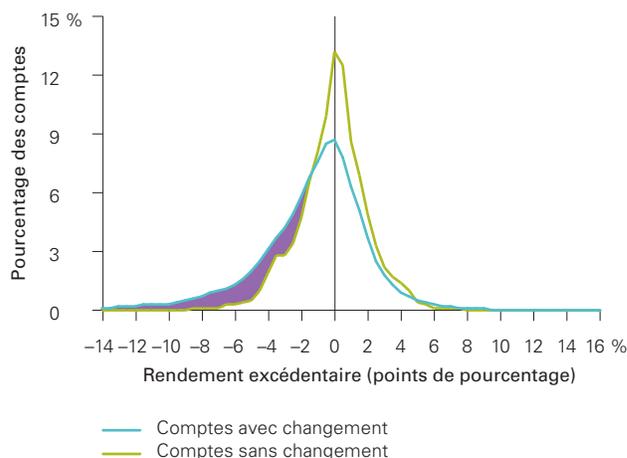
C'est là que vous, en tant que conseiller chargé de l'encadrement du comportement, pouvez gagner vos honoraires, voire plus. Vous êtes en mesure de procurer aux clients un avantage souvent négligé – la reconnaissance que, pour certains d'entre eux, les facteurs qui ont une incidence sur leur patrimoine sont presque aussi importants que ceux qui touchent leur santé – et ainsi leur offrir une forme de détachement émotionnel.

Lorsque des clients sont tentés de fuir les marchés en raison de rendements médiocres ou de courir après le dernier titre à la mode, vous devez leur rappeler le plan que vous avez élaboré avant que leurs émotions ne prennent le dessus. La confiance qu'ils vous accordent est essentielle : une relation solide doit être établie avant que les fluctuations haussières et baissières ne remettent en question leur confiance⁶. Les conseillers peuvent jouer un rôle de coupe-circuit émotionnel en dissuadant les clients de partir à la chasse au rendement ou de courir se réfugier lorsque les marchés malmènent leurs émotions. De ce fait, ils peuvent éviter la destruction du patrimoine et créer de la valeur en points de pourcentage plutôt qu'en points de base. Une seule intervention de ce genre peut compenser amplement les honoraires facturés sur plusieurs années.

Remarque : Les placements dans les Fonds à horizon de retraite Vanguard sont exposés aux mêmes risques que les placements dans leurs fonds sous-jacents. L'année qui figure dans le nom du fonds correspond à l'année approximative (la date cible) à laquelle un investisseur dans le fonds prévoit prendre sa retraite et quitter le marché du travail. Le fonds réduira graduellement la pondération des placements audacieux et favorisera de plus en plus les placements prudents à mesure que sa date cible approche. Un placement dans un fonds à horizon de retraite n'est jamais garanti, y compris à sa date cible ou après celle-ci.

Dans une récente étude de Vanguard, nous avons analysé le rendement personnel de 58 168 investisseurs autonomes détenant un compte de retraite individuel de Vanguard au cours de la période de cinq ans terminée le 31 décembre 2012, une période extrêmement tumultueuse sur les marchés mondiaux. Ces rendements ont été comparés à ceux des fonds à horizon de retraite Vanguard pour la même période. Aux fins de notre exemple, nous avons supposé que les fonds à horizon de Vanguard offraient une partie de la structure et des conseils qu'un conseiller peut fournir. Le résultat de l'étude a démontré que la majorité des rendements des investisseurs étaient légèrement inférieurs à ceux du fonds de référence à date cible, une conclusion prévisible, ne serait-ce qu'en raison des ratios de frais des fonds. Toutefois, les investisseurs qui ont transféré de l'argent entre des fonds ou vers d'autres fonds ont obtenu des résultats nettement inférieurs.

Figure IV-1. Comparaison avec le fonds de référence à date cible de Vanguard : de 2008 à 2012



Remarques : Valeur moyenne avec changement, -1,50 %; valeur moyenne sans changement, -0,19 %.

Source : Vanguard.

⁶ Pour en savoir plus, veuillez consulter les documents de recherche de Vanguard intitulés *Le guide Alpha du conseiller de Vanguard pour un encadrement proactif des comportements* (Bennyhoff, 2018) et *Réorienter les choix des investisseurs – Bonne approche, mauvais marché* (Kinniry et coll., 2016).

La **figure IV-1** présente les résultats de l'étude. La zone ombrée mauve illustre le degré de retard des comptes qui ont effectué des transferts par rapport à ceux qui n'en ont pas fait. Les investisseurs qui ont effectué ne serait-ce qu'un seul transfert au cours de la période ont accusé un retard de 150 points de base par rapport au fonds de référence à date cible de Vanguard. Les investisseurs qui s'en sont abstenus ont accusé un retard de seulement 19 points de base.

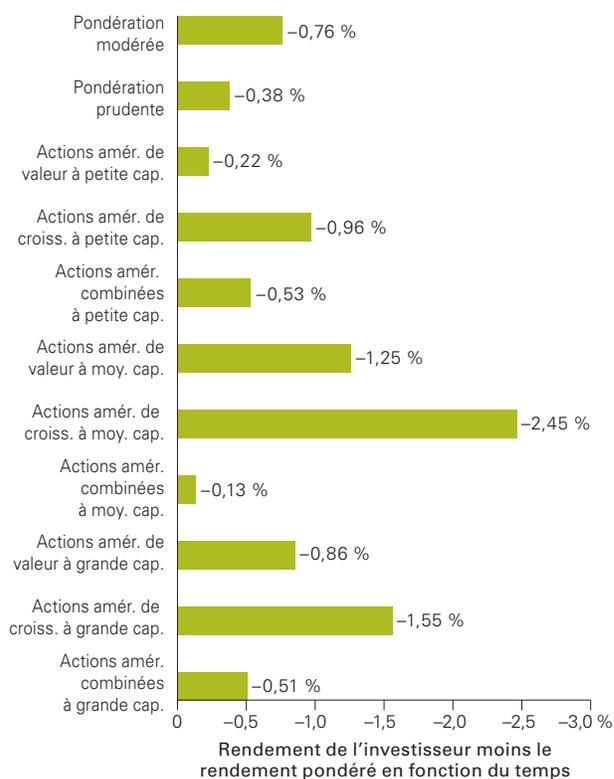
Une autre façon d'analyser le comportement des investisseurs en fonds gérés consiste à comparer le rendement des investisseurs (taux de rendement interne, ou TRI) au rendement total publié d'un fonds (rendement pondéré dans le temps, ou RPT). Le RPT représente la performance de l'actif sous gestion d'un fonds commun de placement pour une période déterminée, et correspond en général à la norme du secteur pour les rapports sur le rendement. Le TRI est proche du rendement moyen de chaque dollar investi dans le fonds sur la même période, plutôt que du résultat obtenu par un investisseur donné. Les deux résultats ont tendance à différer, à différents degrés et dans différentes directions. Le TRI diffère du RPT en raison des flux de trésorerie (entrants et sortants) du fonds; s'il n'y a pas de flux de trésorerie, le TRI et le RPT du fonds devraient être identiques. Tous les fonds gérés sont appelés à enregistrer un retard par rapport à leur indice de référence sur de longues périodes, en raison de l'injection constante de capitaux dans un marché haussier. Toutefois, des écarts plus importants pourraient signaler une volonté de courir après le rendement (Kinniry et Zilbering, 2012).

Les investisseurs et les fonds dans lesquels ils investissent obtiennent souvent des rendements très différents (voir la **figure IV-2**). Pour la période de dix ans terminée le 31 décembre 2017, les investisseurs ont obtenu des rendements plus faibles que ceux des fonds dans lesquels ils ont investi, ce qui montre que les flux de trésorerie de ces fonds ont tendance à être attirés par les rendements supérieurs, et non à les suivre. L'histoire montre qu'en moyenne, cet écart est plus évident pour les catégories de fonds qui sont plus concentrées, étroites ou différentes du marché dans son ensemble. Il est moins négatif dans les catégories plus largement diversifiées, qui englobent généralement une combinaison variée d'actions et de titres à revenu fixe. Le cadre de l'alpha du conseiller de Vanguard a été conçu en fonction de l'affectation d'une grande partie de l'actif à des placements de base largement diversifiés, à faible coût et pondérés en fonction de la capitalisation boursière, et d'une pondération des placements « satellites » limitée à des niveaux qui conviennent à chaque investisseur et à chaque conseiller.

Il est important de souligner qu'une telle évaluation dépend de la période considérée, et peut donner des résultats bien différents d'une année à l'autre. L'analyse est également limitée par la fiabilité des données sur l'actif géré et les flux de trésorerie du secteur. En raison du nombre moins élevé de fonds, d'actifs et d'observations, il est difficile de tirer des conclusions définitives. Toutefois, nous nous attendons à ce que l'écart négatif entre le TRI et le RPT persiste (voir la **figure IV-3**).

L'observation des écarts entre le TRI et le RPT pour un plus grand nombre de types de fonds, de marchés et de périodes mobiles permet d'offrir une perspective plus uniforme. Lorsqu'on exclut les fonds australiens, l'écart médian peut aller de -0,68 % à -4,91 % (pour les actions américaines et canadiennes, respectivement), et de -0,47 % à -5,93 % (pour les titres à revenu fixe américains et canadiens, respectivement). Lorsqu'on examine la distribution des écarts au fil du temps, on constate qu'il y a des périodes où les rendements des investisseurs sont supérieurs aux rendements totaux des fonds. Nous croyons que ces résultats s'expliquent par des erreurs dans les données sur le marché plutôt que par des compétences supérieures des investisseurs. Néanmoins, la majorité des observations, ainsi que la médiane, ont tendance à être négatives. Cela donne à entendre qu'il s'agit d'une belle occasion pour les conseillers d'aider leurs clients et d'ajouter de la valeur en les aidant à combler l'écart.

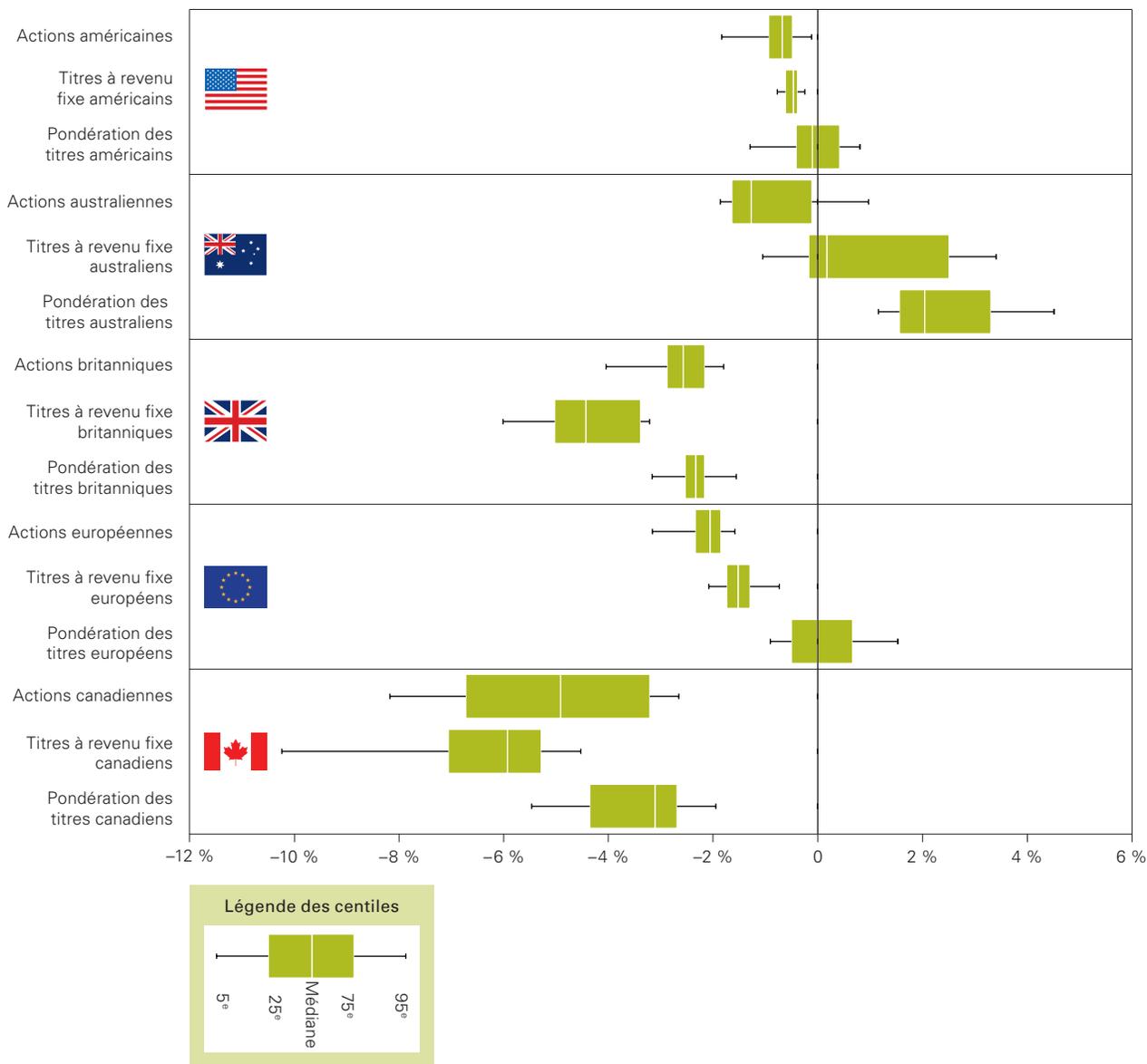
Figure IV-2. Rendement des investisseurs et rendements des fonds : période de 10 ans terminée le 31 décembre 2017



Remarques : Dans cette figure, les rendements pondérés dans le temps représentent le rendement moyen du fonds dans chaque catégorie. Les rendements de l'investisseur supposent que la croissance de l'actif net total d'un fonds pour une période donnée est alimentée par les rendements du marché et les liquidités de l'investisseur. La méthode du taux de rendement interne calcule le taux de croissance constante qui lie l'actif net total et les flux de trésorerie périodiques de départ avec l'actif net total final. Les différences observées dans les écarts de rendement sont dues à l'arrondissement des chiffres. Les catégories de fonds comprennent les actifs de fonds de fonds et les flux de trésorerie, afin de mieux cerner l'expérience des investisseurs lorsque cette structure est courante.

Source : Calculs de Vanguard, selon des données de Morningstar, Inc.

Figure IV-3. Distribution mondiale des rendements des investisseurs par rapport aux rendements des fonds : rendements mobiles pour diverses régions



Remarques : Les rendements pondérés dans le temps indiqués ici représentent le rendement moyen des fonds de chacune des catégories. Les rendements de l'investisseur supposent que la croissance de l'actif net total d'un fonds pour une période donnée est alimentée par les rendements du marché et les liquidités de l'investisseur. Le taux de rendement interne est utilisé pour calculer le taux de croissance constante entre l'actif net total et les flux de trésorerie périodiques de départ et l'actif net total final. Les différences observées dans les écarts de rendement sont dues à l'arrondissement des chiffres. Les catégories ne comportent pas l'ensemble des fonds et FNB disponibles en raison des limites des données disponibles. Pour les catégories de fonds de répartition, nous avons inclus les actifs de fonds de fonds et les flux de trésorerie, afin de mieux refléter ce que peuvent expérimenter les investisseurs lorsque cette structure est courante. Les données représentent des observations trimestrielles sur les écarts entre le TRI et le RPT sur des périodes mobiles de dix ans pour les fonds et les FNB offerts aux États-Unis, en Australie et au Canada, et sur des périodes mobiles de cinq ans pour le Royaume-Uni et l'Europe, en raison des limites de données pour ces régions. Les données sont disponibles depuis 1993 pour les États-Unis, depuis 2003 pour l'Australie, depuis 2008 pour le Royaume-Uni et l'Europe et depuis 2002 pour le Canada.

Source : Calculs de Vanguard fondés sur des données de Morningstar.

Module V. Mode de détention de l'actif

Valeur ajoutée potentielle : De 0 à 75 pb, selon la répartition de l'actif et la taille des comptes de l'investisseur (répartition de l'actif entre les comptes imposables et les comptes fiscalement avantageux). La plupart des avantages se présentent lorsque la taille des comptes est à peu près égale, que la répartition cible est dans un portefeuille équilibré et que l'investisseur se trouve dans une fourchette d'imposition marginale élevée. Si tous les actifs sont détenus dans un seul type de compte (c'est-à-dire que tous les comptes sont imposables ou fiscalement avantageux), la valeur du mode de détention de l'actif est de 0 pb.

La répartition de l'actif entre des comptes imposables et des comptes fiscalement avantageux peut créer de la valeur chaque année, laquelle peut s'accumuler au fil du temps⁷. D'un point de vue fiscal, une construction de portefeuille optimale permet de réduire l'incidence de l'impôt en détenant des placements en actions fiscalement avantageux sur le marché général dans des comptes imposables et des obligations imposables dans des comptes fiscalement avantageux. Cette stratégie permet de tirer le maximum de l'écart de taux entre les obligations imposables et les obligations municipales, ce qui peut générer une prime de rendement plus élevée et plus certaine. Ces écarts marginaux peuvent avoir une incidence importante à long terme sur la base du rendement composé. Nos recherches ont montré qu'une telle construction de portefeuille peut

se traduire par une augmentation supplémentaire de 75 pb du rendement au cours de la première année, et ce, sans accroître le risque (voir la **figure V-1**).

Les investisseurs ou les conseillers qui souhaitent intégrer des stratégies actives (comme les fonds [ou les FNB] d'actions gérés activement, les FPI ou les produits de base) devraient les acheter dans des comptes fiscalement avantageux avant les obligations imposables en raison de leur inefficacité fiscale. Toutefois, cela signifie qu'il faut probablement renoncer à de l'espace au sein de ces comptes fiscalement avantageux qui aurait autrement été consacré à des obligations imposables, ce qui réduit le rendement supplémentaire généré par l'écart entre les obligations imposables et municipales⁸.

Figure V-1. Le mode de détention de l'actif peut créer une valeur annuelle allant jusqu'à 75 points de base pour un portefeuille

	Comptes imposables	Comptes à imposition différée	Rendement avant impôt	Rendement après impôt	Par rapport à la répartition optimale (rangée A)
A.	Actions indicielles (50 %)	Obligations imposables (40 %) et actions (10 %)	6,60 %	6,38 %	s.o.
B.	Obligations imposables (40 %) et actions indicielles (10 %)	Actions (50 %)	6,60 %	6,11 %	(0,27 %)
C.	Obligations municipales (40 %) et actions indicielles (10 %)	Actions (50 %)	6,24 %	6,19 %	(0,19 %)
D.	Actions gérées activement (50 %)	Obligations imposables (40 %) et actions (10 %)	6,60 %	5,64 %	(0,74 %)

Remarques : Les rendements avant et après impôt sont fondés sur les hypothèses suivantes : rendement des obligations imposables, 3,00 %; rendement des obligations municipales, 2,10 %; actions indicielles, 9,00 % (1,80 % pour les dividendes, 0,45 % pour les gains en capital à long terme et 6,75 % pour les gains non réalisés); et actions gérées activement, 9,00 % (1,80 % pour les dividendes, 1,80 % pour les gains en capital à court terme, 4,50 % pour les gains en capital à long terme et 0,90 % pour les gains non réalisés). Cette analyse utilise un taux marginal d'imposition du revenu aux États-Unis de 39,6 % pour le revenu et les gains en capital à court terme et de 20 % pour les gains en capital à long terme. Ces chiffres ne supposent pas une liquidation. Voir Jaconetti (2007) pour plus de détails.

Source : Vanguard.

⁷ Exclusion faite des contraintes sur le plan de la liquidité, les meilleures pratiques en matière de gestion du patrimoine préconiseraient les véhicules d'épargne fiscalement avantageux.

⁸ L'écart entre les obligations imposables et les obligations municipales représente la différence entre leurs taux respectifs.

L'achat d'actions gérées activement ou d'obligations imposables dans des comptes imposables entraîne souvent des hausses d'impôt, car votre client sera assujéti au :

1. **Paiement d'un taux d'imposition marginal fédéral sur le revenu obligataire imposable.** Ce pourcentage peut atteindre 37 %. Un investisseur pourrait, bien sûr, choisir d'acheter des obligations municipales, mais une telle décision le contraindrait à renoncer à l'écart de revenu entre les obligations imposables et municipales.
2. **Paiement d'un taux d'imposition des gains en capital à long terme pouvant atteindre 15 % ou 20 %, selon le revenu, les gains en capital à long terme ou les distributions et le taux d'imposition marginal du client sur les gains à court terme.** Dans la mesure où le portefeuille comprend des fonds d'actions gérés activement, les distributions de gains en capital sont plus probables.
3. **Paiement d'un taux d'imposition des revenus de dividendes admissibles pouvant aussi atteindre 15 % ou 20 % pour les actions, selon le revenu.**

En revanche, l'achat de fonds d'actions ou de FNB fiscalement avantageux dans des comptes imposables demeurera assujéti aux points 2 et 3. Toutefois, le montant des distributions de revenu ou de gains en capital sera probablement beaucoup moins élevé.

Les conseillers peuvent décider d'intégrer des stratégies actives dans des comptes fiscalement avantageux avant d'affecter la pondération stratégique des obligations d'un client pour plusieurs raisons. Premièrement, ce placement non traditionnel peut produire un rendement excédentaire suffisamment important pour compenser non seulement l'écart de taux, mais aussi les coûts plus élevés associés à ce type de placement⁹. Deuxièmement, les placements non traditionnels peuvent procurer des avantages suffisants d'autres façons, comme une réduction du risque grâce à une diversification accrue. Bien que ces deux résultats soient possibles, ils sont moins probables que l'option d'encaisser la prime de rendement offerte par les obligations imposables détenues dans des comptes fiscalement avantageux.

De plus, l'inclusion de fonds indiciels d'actions généraux ou de FNB dans des comptes imposables peut donner lieu à des avantages en matière de planification successorale. Comme les placements en actions du marché général procurent habituellement une meilleure plus-value du capital différée à long terme que les obligations, les actifs imposables présentent l'avantage supplémentaire d'une amélioration potentielle des coûts de base pour les héritiers.

⁹ Voir le document de recherche de Vanguard intitulé *The Case for Low-Cost Index Fund Investing* (Rowley et coll., 2018).

Module VI. Ordre des retraits des portefeuilles des clients

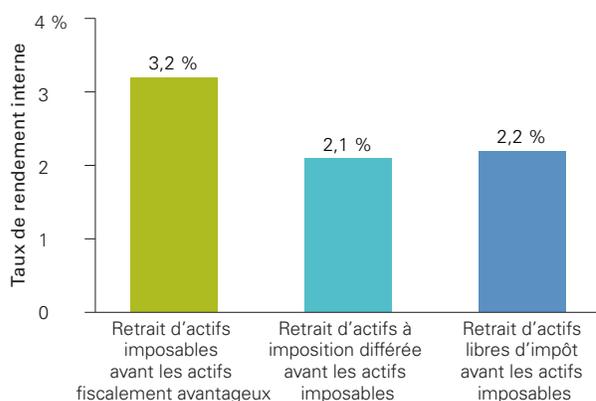
Valeur ajoutée potentielle : Jusqu'à 110 pb, selon la taille respective des comptes (répartition de l'actif entre les comptes imposables et les comptes fiscalement avantageux) et la tranche d'imposition marginale de l'investisseur. Les avantages sont optimisés lorsque les comptes ont à peu près la même taille et que l'investisseur est assujéti à la tranche d'imposition marginale la plus élevée. Si tous les actifs sont détenus dans un seul type de compte (c'est-à-dire qu'ils sont détenus en totalité dans un compte imposable ou un compte fiscalement avantageux) ou si l'investisseur ne retire aucune somme du portefeuille, la valeur attribuable à la répartition de l'actif est nulle.

Comme la population de retraités est à la hausse, un nombre croissant de clients font face à d'importantes décisions concernant la façon de retirer des sommes d'argent de leurs portefeuilles. Pour compliquer les choses, bon nombre d'investisseurs détiennent plusieurs types de comptes, notamment des comptes imposables, à imposition différée (comme les comptes 401(k) et les comptes de retraite individuels traditionnels) ou des comptes libres d'impôt (comme les comptes Roth 401(k) ou les comptes de retraite individuels Roth). Les conseillers qui adoptent des stratégies éclairées en matière de retraits peuvent réduire l'impôt total que les investisseurs devront payer pendant leur retraite, augmentant ainsi leur patrimoine et la longévité de leurs portefeuilles. À lui seul, ce processus pourrait étayer la totalité de la proposition de valeur des conseillers qui offrent des services-conseils à base d'honoraires.

L'incidence fiscale peut être réduite au minimum en effectuant les retraits du portefeuille dans l'ordre suivant : les distributions minimales requises, le cas échéant, suivies des flux de trésorerie sur les actifs détenus dans des comptes imposables, les actifs imposables et, finalement, les actifs fiscalement avantageux (voir la **figure VI-1a** et la **figure VI-1b**)¹⁰. Nos recherches ont montré qu'une telle stratégie peut créer une valeur annualisée moyenne additionnelle allant jusqu'à 110 points de base, sans risque supplémentaire¹¹.

Pour calculer cette valeur, nous avons comparé le TRI de cet ordre de retrait à celui de deux autres placements pour lesquels des actifs fiscalement avantageux ont été retirés en premier : 1) le retrait d'actifs à imposition différée avant les actifs imposables et 2) le retrait d'actifs libres d'impôt avant les actifs imposables. Ces deux cas se sont traduits par une diminution du patrimoine final.

Figure VI-1a. Taux de rendement interne moyen des différentes stratégies d'ordre de retrait



Remarques : Ces données hypothétiques ne représentent pas les rendements d'un placement donné. Chaque TRI est calculé en exécutant les mêmes 10 000 simulations dans le VCMM au moyen de trois modèles distincts, chacun conçu pour reproduire la stratégie d'ordre de retrait indiquée.

Source : Vanguard.

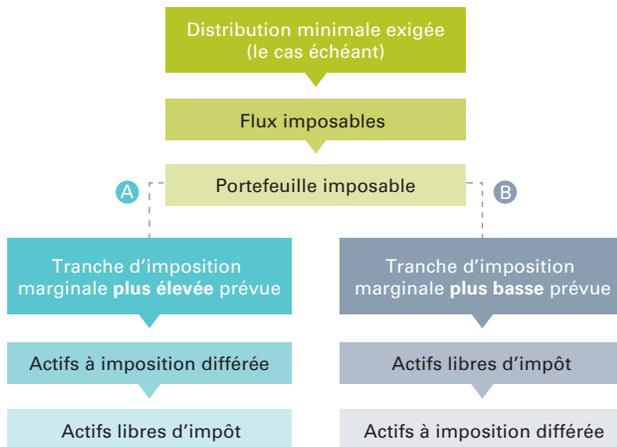
Hypothèses aux fins de notre analyse

Portefeuille	50 % actions/ 50 % obligations
Pondération des actions	60/40 – international
Pondération des titres à revenu fixe	70/30 – international
Horizon de placement	35 ans
Taux marginal d'imposition du revenu aux États-Unis	37 %
Taux d'imposition des gains en capital à long terme	20 %

¹⁰ Les actifs fiscalement avantageux comprennent les comptes à imposition différée et les comptes libres d'impôt (Roth).

¹¹ De toute évidence, le plan financier d'un investisseur peut justifier un ordre de retrait différent, mais ce cadre peut servir de ligne directrice prudente pour la plupart des investisseurs. Voir *From Assets to Income: A Goals-Based Approach to Retirement Spending* (Jaconetti et coll., 2016) pour une analyse plus détaillée.

Figure VI-1b. Ordre détaillé des retraits et explications



Source : Vanguard.

- Les distributions minimales requises sont les premiers actifs qui doivent être retirés, car elles sont exigées par la loi pour les investisseurs retraités âgés de plus de 70 ans et demi qui détiennent des actifs dans des comptes à imposition différée. Pour ceux qui ne sont pas assujettis à ces distributions minimales requises ou qui ont besoin de sommes supplémentaires, la prochaine source devrait être les flux de trésorerie dégagés par les actifs détenus dans des comptes imposables, y compris les revenus d'intérêt, les dividendes et les distributions de gains en capital, suivis des actifs détenus dans des comptes imposables.
- Les investisseurs devraient écouler leurs actifs imposables avant de retirer des sommes de leurs comptes à imposition différée, puisque le fait de changer cet ordre aurait pour effet d'accélérer le versement des impôts. Les impôts sur les retraits à partir de comptes à imposition différée seront probablement supérieurs à ceux découlant des retraits effectués à partir de comptes imposables, et ce, pour deux raisons. Tout d'abord, l'investisseur versera des impôts sur le revenu ordinaire à l'égard de la totalité du retrait (en supposant que les cotisations ont été faites à partir de dollars avant impôts), plutôt que de seulement verser des impôts sur l'appréciation du capital.

En deuxième lieu, comme les taux d'imposition sur le revenu ordinaire sont présentement supérieurs aux taux d'imposition applicables aux gains en capital, l'investisseur aurait à verser un taux d'imposition plus élevé si le retrait provenait tout d'abord de comptes à imposition différée. Au fil du temps, le versement hâtif des impôts sur le revenu et la perte de croissance de l'actif à imposition différée en découlant sont susceptibles d'avoir des répercussions négatives sur le portefeuille, ce qui se traduit par une valeur finale inférieure pour le patrimoine et des taux de réussite affaiblis.

- Les investisseurs devraient aussi envisager d'effectuer les retraits de leurs comptes imposables avant leurs comptes libres d'impôt afin de maximiser la croissance à long terme de l'ensemble de leur portefeuille. Le fait de réduire les actifs qui présentent une croissance potentielle libre d'impôt peut se traduire par une valeur finale du patrimoine inférieure et des taux de réussite moindres.
- Une fois que l'ordre de retrait a été déterminé, la prochaine étape consiste à identifier quel actif devra être liquidé pour répondre aux exigences de retrait. Dans le portefeuille imposable, l'investisseur devrait d'abord dépenser les flux de trésorerie dégagés par son portefeuille, car cette somme est imposée, qu'elle soit retirée ou réinvestie. Le fait de réinvestir ces liquidités et de vendre les actifs plus tard pour répondre aux exigences de retrait pourrait se traduire par des gains en capital à court terme, qui sont actuellement imposés au taux d'imposition du revenu ordinaire.

Ensuite, l'investisseur devrait envisager de vendre l'actif ou les actifs censés produire le plus faible gain imposable ou subir une perte. Ce processus devrait se poursuivre jusqu'à ce que les exigences de retrait ont été satisfaites ou jusqu'au moment où le portefeuille imposable a été épuisé.

- Une fois les comptes imposables de l'investisseur épuisés, celui-ci doit décider s'il doit prélever des sommes de ses comptes à imposition différée ou libres d'impôt (Roth). Cette décision devrait être fondée sur les taux d'imposition futurs prévus. Si l'on s'attend à ce que le taux d'imposition futur soit plus élevé qu'il ne l'est actuellement, les retraits des comptes à imposition différée devraient avoir la priorité. Cette stratégie permettra à l'investisseur de « geler » ses impôts sur les retraits des comptes à imposition différée au taux en vigueur, qui est inférieur, plutôt que de les laisser s'accroître et être assujettis à un taux d'imposition futur plus élevé.

À l'inverse, si un investisseur s'attend à ce que son taux d'imposition futur soit moins élevé, le retrait des actifs libres d'impôt devrait être prioritaire. Cette stratégie permettra de diminuer l'impôt sur l'ensemble de l'horizon de placement.

Module VII. Placements axés sur le rendement total ou axés sur le revenu

Valeur ajoutée potentielle : La valeur ajoutée est appréciable, mais trop unique pour être quantifiée, car elle varie en fonction des retraits et de la composition de portefeuille que désire chaque investisseur.

Comme les rendements des portefeuilles équilibrés et des portefeuilles de titres à revenu fixe ont atteint un plancher historique et qu'ils devraient demeurer faibles par rapport aux niveaux passés, les services-conseils n'ont jamais été aussi précieux pour les retraités. Par le passé, le détenteur de placements diversifiés en actions et en titres à revenu fixe aurait pu facilement vivre du revenu généré par son portefeuille tout au long de sa retraite. Malheureusement, ce n'est plus le cas. Les investisseurs qui désirent utiliser seulement le revenu dégagé par leur portefeuille, appelés ici « adeptes de l'approche axée sur le revenu seulement », ont trois choix si leurs flux de trésorerie courants ne sont pas suffisants. Ils peuvent dépenser moins, réaffecter leurs capitaux à des placements plus performants ou puiser dans le rendement total de leur portefeuille pour leurs retraits, c'est-à-dire non seulement dans le revenu, mais également dans la plus-value du capital.

En votre qualité de conseiller, vous pouvez aider vos clients à faire le bon choix. Pour de nombreux investisseurs, le fait de délaisser la diversification pourrait exposer leur portefeuille à un plus grand risque que s'ils y effectuaient des retraits. La **figure VII-1** illustre plusieurs techniques courantes visant à accroître le rendement d'un portefeuille, de même que leurs répercussions.

1. Surpondération des obligations à long terme (prolongation de la durée)

Le fait de prolonger la durée du portefeuille obligataire est susceptible d'accroître son rendement courant, mais il augmentera aussi sa sensibilité aux fluctuations des taux d'intérêt. En règle générale, plus la durée d'un portefeuille est longue, plus les prix baissent lorsque les taux grimpent (et plus ils montent lorsque les taux baissent).

2. Surpondération des obligations à rendement élevé

Une autre stratégie visant à accroître le rendement consiste à augmenter la pondération des obligations à rendement élevé¹² exposées à un risque de crédit négligeable, voire considérable. Toutefois, le risque de crédit tend à être corrélé avec le risque lié aux actions, lequel tend à augmenter lorsque les investisseurs optent pour des obligations plus risquées au détriment des obligations du Trésor américain. Les obligations du Trésor sont un instrument de diversification éprouvé en période de difficultés sur les marchés boursiers, pendant lesquelles la diversification est la plus nécessaire.

Figure VII-1. Stratégies axées sur le revenu seulement et répercussions potentielles sur le portefeuille

Stratégie	Répercussion sur le portefeuille (comparativement à un portefeuille dont les sous-catégories sont pondérées selon la capitalisation boursière)
1. Surpondération des obligations à long terme (prolongation de la durée)	Accroît la sensibilité aux fluctuations des taux d'intérêt.
2. Surpondération des obligations à rendement élevé ou sous-pondération des obligations du Trésor américain	Accroît le risque de crédit et la volatilité globale.
3. Augmentation de la pondération des actions à dividendes	Diminue la diversification d'un portefeuille d'actions en surpondérant certains secteurs ou accroît la volatilité globale et le risque de pertes si la composante obligataire est réduite.

Source : Vanguard.

¹² Les *obligations à rendement élevé* désignent les titres à revenu fixe notés comme étant de qualité inférieure par les agences de notation principales (Ba1 ou moins selon Moody's Investors Service; BB+ ou moins selon Standard & Poor's).

Selon les études de Vanguard, le fait de remplacer des placements à revenu fixe par des obligations à rendement élevé accroît généralement la volatilité d'un portefeuille équilibré d'environ 78 points de base par année¹³. Cela est dû au fait que les obligations affichent une plus grande corrélation avec les actions et une plus grande volatilité que les obligations de premier ordre. Les investisseurs qui appliquent une telle stratégie renoncent aux avantages de la diversification dans l'espoir de tirer des revenus courants plus élevés.

3. Augmentation de la pondération des actions à dividendes

Une approche souvent défendue pour accroître le revenu consiste à remplacer une partie ou la totalité de la composante à revenu fixe par des actions à dividendes, qui rapportent plus. Or, les actions ne sont pas des obligations. Au bout du compte, elles se comportent comme des actions : leur volatilité est plus élevée et elles exposent leurs détenteurs à des pertes supérieures. De plus, les actions à dividendes sont corrélées avec les actions en général, tandis que les obligations sont peu ou pas corrélées avec ces actions. Si vous utilisez les titres à revenu fixe tant comme une source de rendement que de diversification, les actions à dividendes ne sont pas une bonne solution de remplacement.

Une deuxième approche pourrait consister à délaissier les actions du marché général au profit d'actions axées sur les dividendes ou le revenu. Toutefois, une telle approche est susceptible de modifier par inadvertance le profil de risque du portefeuille, car les actions axées sur les dividendes ont tendance à être des actions de valeur¹⁴. Même si les actions de valeur sont généralement considérées comme un sous-ensemble moins risqué du marché boursier général¹⁵, elles présentent néanmoins des risques importants. Les portefeuilles axés sur les actions versant des dividendes ont tendance à être trop concentrés dans certains titres et secteurs particuliers.

De plus, dans le cas d'une approche uniquement axée sur le revenu, le mode de détention de l'actif est généralement motivé par l'accès aux revenus, au détriment de l'efficacité fiscale. Par conséquent, les investisseurs et les conseillers sont plus susceptibles de sélectionner des fonds obligataires imposables ou des fonds d'actions axées sur le revenu détenus dans des comptes imposables pour avoir accès à leurs revenus (rendement). Cette approche aura pour effet d'augmenter l'impôt, ce qui se traduira par une réduction directe des dépenses.

13 Voir le document de recherche de Vanguard intitulé *Worth the risk? The Appeal and Challenge of High-Yield Bonds* (Philips, 2012).

14 Voir le document de recherche de Vanguard intitulé *Total-Return Investing: An Enduring Solution for Low Yields* (Jaconetti, Kinniry et Zilbering, 2012).

15 « Moins risqué » n'est pas synonyme de « meilleur ». À l'avenir, les actions axées sur la valeur devraient dégager un rendement rajusté en fonction du risque comparable à celui du marché général, à moins que les risques ne soient pas actualisés dans les mesures de volatilité traditionnelles.

Avantages d'une approche de placement axée sur le rendement total

Certains peuvent penser que les stratégies de revenu décrites ci-dessus leur procureront un rendement plus certain et, par conséquent, un risque moindre. En réalité, elles augmenteront le risque du portefeuille. Il deviendra trop concentré dans certains secteurs, avec une efficacité fiscale moindre et un plus grand risque de ne pas atteindre les objectifs financiers à long terme.

Vanguard croit en une approche axée sur le rendement total qui tient compte à la fois du revenu et de la plus-value du capital. Cette approche présente les avantages suivants par rapport à une méthode uniquement axée sur le revenu :

- **Risque moins élevé.** Elle permet une meilleure diversification et évite de concentrer le portefeuille dans des sociétés, segments du marché ou secteurs d'activité pour augmenter le rendement.
- **Meilleure efficacité fiscale.** Elle offre des modes de détention de l'actif plus avantageux sur le plan fiscal (pour les clients qui détiennent à la fois des comptes imposables et des comptes fiscalement avantageux). Une approche ciblant le revenu se concentre sur l'accès à ce dernier, ce qui oblige l'investisseur à détenir ses actifs qui ne sont pas avantageux sur le plan fiscal au sein de comptes imposables.
- **Durée de vie du portefeuille potentiellement plus longue.**

La conception d'une stratégie fiscalement avantageuse axée sur le rendement total pour un investisseur qui cherche à obtenir des liquidités pour répondre à ses besoins en matière de dépenses nécessite une analyse poussée, une vaste expérience et de nombreuses transactions. C'est une tâche complexe, qui pourrait à elle seule étayer la totalité de la proposition de valeur d'un conseiller.

Conclusion des modules

Par où commencer? Nous croyons que vous devriez vous concentrer sur les domaines que vous pouvez contrôler, du moins partiellement, comme les suivants :

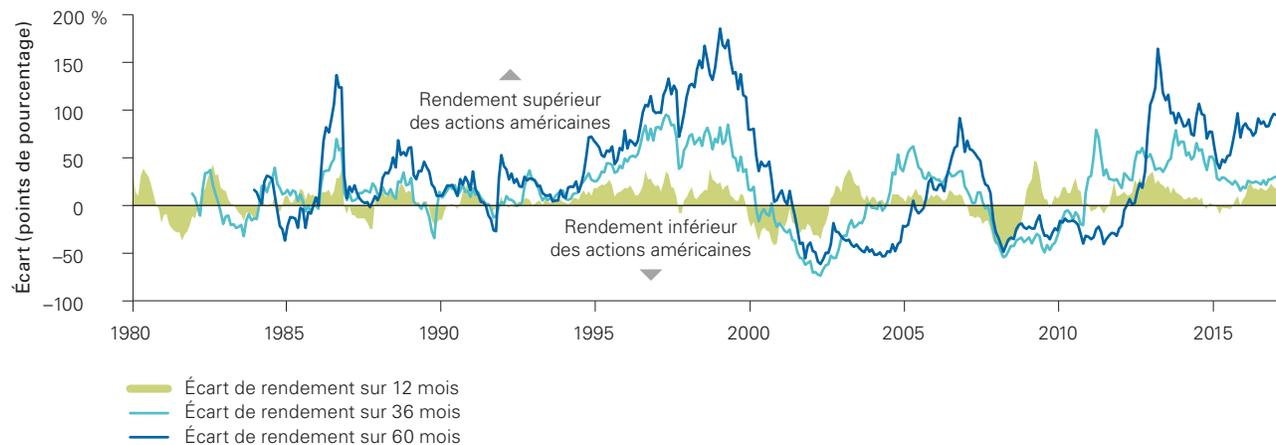
- Aider vos clients à choisir la répartition de l'actif la plus appropriée pour atteindre leurs objectifs, compte tenu de leur horizon de placement et de leur tolérance au risque.
- Mettre en œuvre cette répartition de l'actif au moyen de placements à faibles coûts et, dans la mesure du possible, de lignes directrices sur le mode de détention de l'actif.
- Limiter les déviations par rapport au portefeuille du marché, une pratique avantageuse pour vos clients et vos activités.
- Se concentrer sur l'encadrement du comportement et consacrer du temps à la communication avec vos clients.

Bibliographie

- Bennyhoff, Donald G., 2018. *Le guide Alpha du conseiller de Vanguard pour un encadrement proactif des comportements*. Valley Forge (Pennsylvanie) : The Vanguard Group.
- Bennyhoff, Donald G. et Colleen M. Jaconetti, 2016. *Required or Desired Returns? That Is the Question*. Valley Forge (Pennsylvanie) : The Vanguard Group.
- Bennyhoff, Donald G. et Francis M. Kinniry Jr., 2018. *Alpha du conseiller de Vanguard*. Valley Forge (Pennsylvanie) : The Vanguard Group.
- Bennyhoff, Donald G., Francis M. Kinniry, Jr. et Michael A. DiJoseph, 2018. *L'évolution de l'Alpha du conseiller de Vanguard : de la gestion de portefeuille à la gestion relationnelle*. Valley Forge (Pennsylvanie) : The Vanguard Group.
- Bennyhoff, Donald G. et David J. Walker, 2016. *Investors Are "Voting With Their Feet" on Costs*. Valley Forge (Pennsylvanie) : The Vanguard Group.
- Bennyhoff, Donald G. et Yan Zilbering, 2009. *Market-Timing: A Two-Sided Coin*. Valley Forge (Pennsylvanie) : The Vanguard Group.
- Cogent Wealth Reports : Investor Brandscape, 2015. *The Investor-Advisor Relationship*. Livonia (Michigan) : Market Strategies International, 62.
- Davis, Joseph H., Francis M. Kinniry Jr. et Glenn Sheay, 2007. *The Asset Allocation Debate: Provocative Questions, Enduring Realities*. Valley Forge (Pennsylvanie) : The Vanguard Group.
- Jaconetti, Colleen M., 2007. *Asset Location for Taxable Investors*. Valley Forge (Pennsylvanie) : The Vanguard Group.
- Jaconetti, Colleen M., Michael A. DiJoseph, Zoe B. Odenwalder et Francis M. Kinniry Jr., 2016. *From Assets to Income: A Goals-Based Approach to Retirement Spending*. Valley Forge (Pennsylvanie) : The Vanguard Group.
- Jaconetti, Colleen M., Francis M. Kinniry Jr. et Yan Zilbering, 2010. *Pratiques exemplaires en matière de rééquilibrage de portefeuille*. Valley Forge (Pennsylvanie) : The Vanguard Group.
- Jaconetti, Colleen M., Francis M. Kinniry Jr. et Yan Zilbering, 2012. *Total-Return Investing: An Enduring Solution for Low Yields*. Valley Forge (Pennsylvanie) : The Vanguard Group.
- Kinniry, Francis M. Jr., Colleen M. Jaconetti, Donald G. Bennyhoff et Michael A. DiJoseph, 2016. *Réorienter les choix des investisseurs – Bonne approche, mauvais marché*. Valley Forge (Pennsylvanie) : The Vanguard Group.
- Kinniry, Francis M. Jr. et Yan Zilbering, 2012. *Evaluating Dollar-Weighted Returns of ETFs Versus Traditional Fund Returns*. Valley Forge (Pennsylvanie) : The Vanguard Group.
- Philips, Christopher B., 2012. *Worth the Risk? The Appeal and Challenge of High-Yield Bonds*. Valley Forge (Pennsylvanie) : The Vanguard Group.
- Rowley, James J. Jr., David J. Walker et Sarinie Yating Ning, 2018. *The Case for Low-Cost Index-Fund Investing*. Valley Forge (Pennsylvanie) : The Vanguard Group.
- Étude de NACUBO-Commonfund sur les fondations*, 2017. National Association of College and University Business Officers. Washington (D.C.) : NACUBO.
- Vanguard Investment Strategy Group, 2018. *Perspectives économiques et des marchés pour 2019 de Vanguard : croissance plus lente*. Valley Forge (Pennsylvanie) : The Vanguard Group.
- Weber, Stephen M., 2013. *Most Vanguard IRA Investors Shot Par by Staying the Course: 2008–2012*. Valley Forge (Pennsylvanie) : The Vanguard Group.

Annexe 1. Tableaux sur le rendement relatif

Figure A-1. Rendement relatif des actions et des obligations américaines



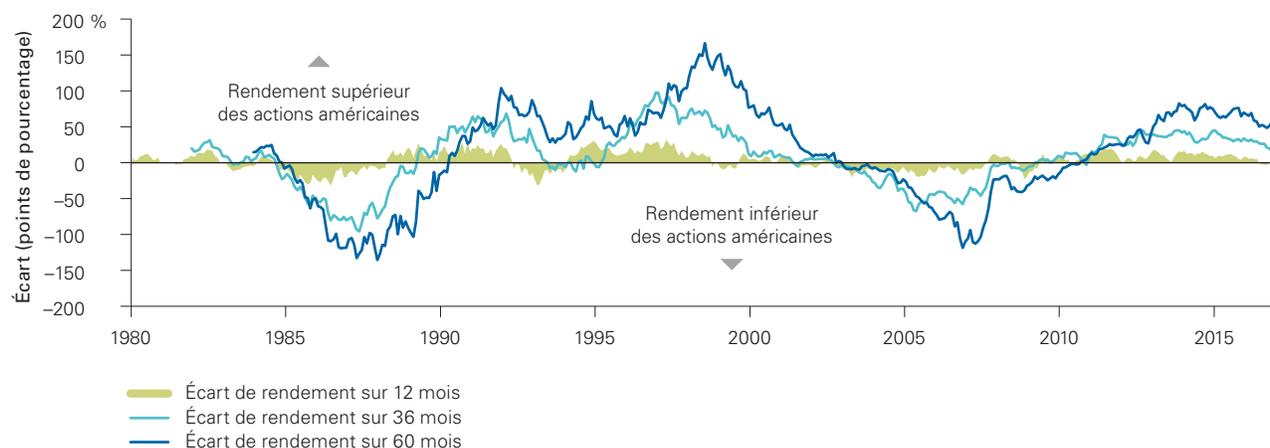
Plus vastes écarts de rendement (en points de pourcentage)

	1 mois	12 mois	36 mois	60 mois
Rendement supérieur des actions américaines	12,1 %	47,1 %	95,4 %	186,0 %
Rendement inférieur des actions américaines	-25,1 %	-45,3 %	-73,8 %	-61,7 %

Remarques : Les obligations américaines sont représentées par l'indice Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond. Les actions américaines sont représentées par l'indice Dow Jones Wilshire 5000 jusqu'au 22 avril 2005, par l'indice MSCI US Broad Market du 23 avril 2005 au 2 juin 2013 et par l'indice CRSP US Total Market par la suite.

Source : Calculs de Vanguard, d'après les données de FactSet.

Figure A-2. Rendement relatif des actions américaines et non américaines



Plus vastes écarts de rendement

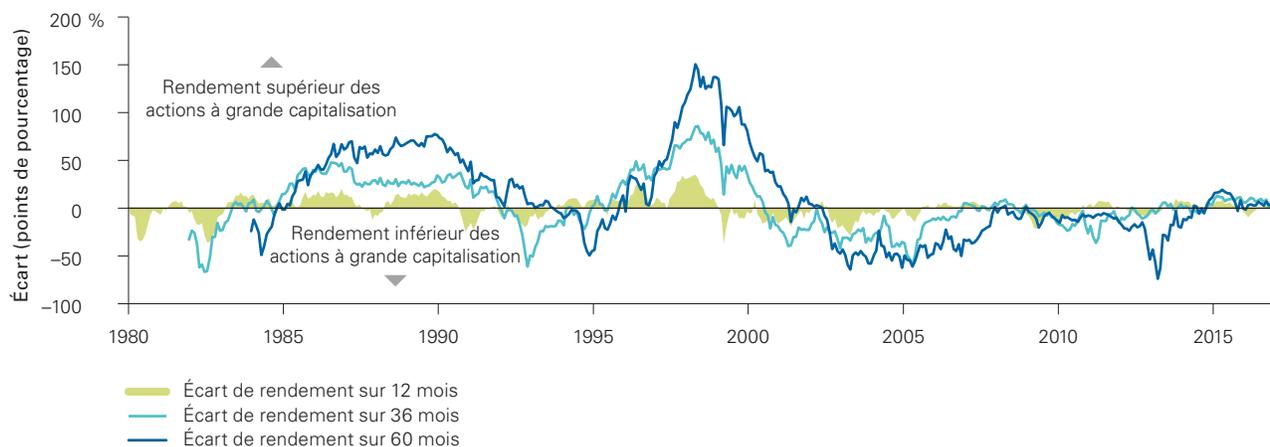
(en points de pourcentage)

	1 mois	12 mois	36 mois	60 mois
Rendement supérieur des actions américaines	12,6 %	31,5 %	98,0 %	167,1 %
Rendement inférieur des actions américaines	-15,7 %	-32,6 %	-96,6 %	-136,9 %

Remarques : Les actions américaines sont représentées par l'indice Dow Jones Wilshire 5000 jusqu'au 22 avril 2005, par l'indice MSCI US Broad Market du 23 avril 2005 au 2 juin 2013 et par l'indice CRSP US Total Market par la suite. Les actions non américaines sont représentées par l'indice MSCI Monde jusqu'au 31 décembre 1987 et par l'indice MSCI Monde tous pays hors États-Unis par la suite.

Source : Calculs de Vanguard, d'après les données de FactSet.

Figure A-3. Rendement relatif des actions américaines à grande et à petite capitalisation



Plus vastes écarts de rendement

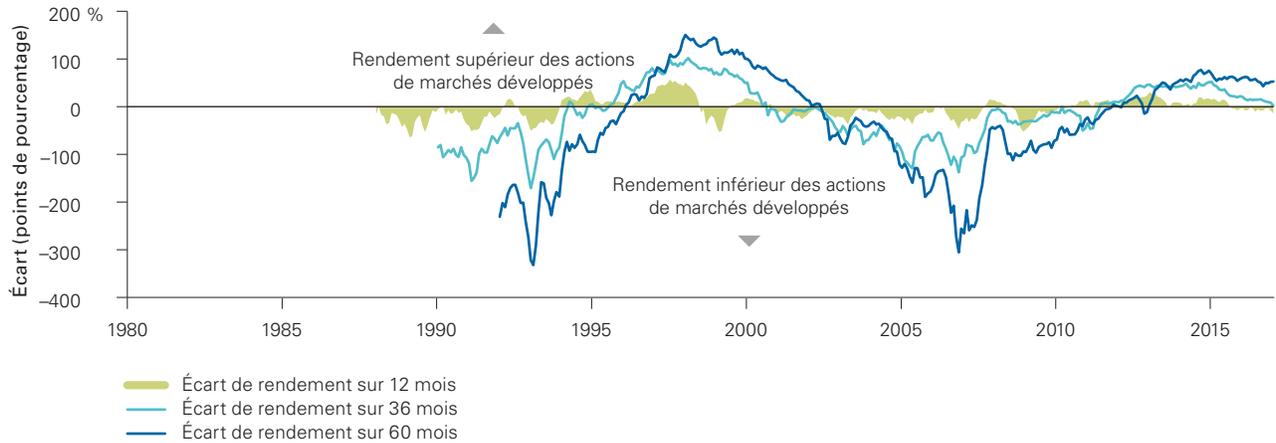
(en points de pourcentage)

	1 mois	12 mois	36 mois	60 mois
Rendement supérieur des actions à grande capitalisation	16,4 %	34,7 %	85,8 %	150,5 %
Rendement inférieur des actions à grande capitalisation	-18,4 %	-37,5 %	-66,9 %	-74,0 %

Remarques : Les actions américaines à grande capitalisation sont représentées par l'indice S&P 500 jusqu'au 31 décembre 1983, par l'indice MSCI US Prime Market 750 du 1^{er} janvier 1984 au 31 janvier 2013 et par l'indice CRSP US Large Cap par la suite. Les actions américaines à petite capitalisation sont représentées par l'indice Russell 2000 jusqu'au 16 mai 2003, par l'indice MSCI US Small Cap 1750 du 17 mai 2003 au 31 janvier 2013 et par l'indice CRSP US Small Cap par la suite.

Source : Calculs de Vanguard, d'après les données de FactSet.

Figure A-4. Rendement relatif des actions de marchés développés et émergents



Plus vastes écarts de rendement

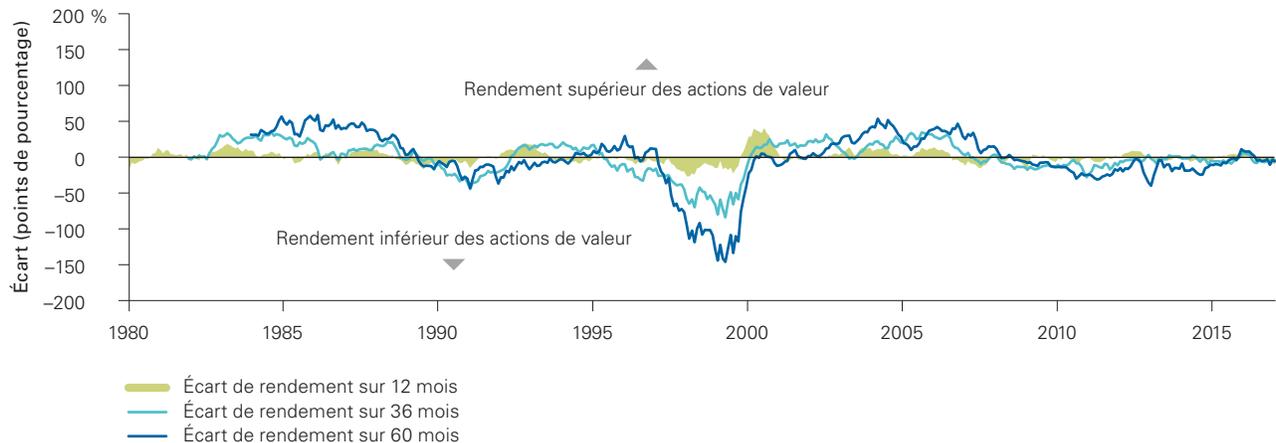
(en points de pourcentage)

	1 mois	12 mois	36 mois	60 mois
Rendement supérieur des actions de marchés développés	15,6 %	56,5 %	101,7 %	150,3 %
Rendement inférieur des actions de marchés développés	-16,7 %	-64,7 %	-171,8 %	-333,4 %

Remarques : Les actions des marchés développés sont représentées par l'indice MSCI Monde. Les actions des marchés émergents sont représentées par l'indice MSCI Marchés émergents.

Source : Calculs de Vanguard, d'après les données de FactSet.

Figure A-5. Rendement relatif des actions de valeur et de croissance : actions américaines



Plus vastes écarts de rendement

(en points de pourcentage)

	1 mois	12 mois	36 mois	60 mois
Rendement supérieur des actions de valeur	9,7 %	40,4 %	35,0 %	58,7 %
Rendement inférieur des actions de valeur	-12,0 %	-27,5 %	-84,7 %	-147,3 %

Remarques : Les actions américaines de valeur sont représentées par l'indice S&P 500/Barra Value jusqu'au 16 mai 2003, par l'indice MSCI US Prime Market Value du 17 mai 2003 au 16 avril 2013 et par l'indice CRSP US Large Cap Value par la suite. Les actions américaines de croissance sont représentées par l'indice S&P 500/Barra Growth jusqu'au 16 mai 2003, par l'indice MSCI US Prime Market Growth du 17 mai 2003 au 16 avril 2013 et par l'indice CRSP US Large Cap Growth par la suite.

Source : Calculs de Vanguard, d'après les données de FactSet.

Annexe 2. À propos du Vanguard Capital Markets Model

Le Vanguard Capital Markets Model (VCMM) est un outil de simulation financière exclusif qui a été conçu et est mis à jour par l'Investment Strategy Group de Vanguard. L'outil comprend un module dynamique qui utilise des méthodes vectorielles autorégressives pour simuler les distributions de rendement prospectives pour diverses catégories d'actif, y compris les actions, les obligations imposables et les liquidités. Pour les simulations du VCMM à la **figure V-1**, nous avons utilisé les données du marché disponibles jusqu'au 30 juin 2013 pour les courbes des taux au comptant des obligations du Trésor américain. Le VCMM a ensuite établi des projections fondées sur les relations historiques entre les résultats passés considérant les interactions de plusieurs variables macroéconomiques et financières, y compris les conditions futures prévues reflétées dans la structure des taux d'intérêt à terme aux États-Unis. Ces projections ont été appliquées aux indices obligataires américains Barclays suivants : indice 1–5 Year Treasury, indice 1–5 Year Credit, indice 5–10 Year Treasury et indice 5–10 Year Credit. N. B. : L'impôt n'est pas pris en compte dans l'analyse.

Limites : Les projections sont fondées sur une analyse statistique des courbes des taux du 30 septembre 2018 dans le contexte des relations observées dans les données historiques pour les taux et le rendement des indices, entre autres facteurs. Les rendements futurs pourraient différer des prévisions découlant des tendances antérieures en matière de distribution des rendements générées par le VCMM. Il est important de noter que notre modèle est susceptible de sous-estimer l'incidence de scénarios extrêmes qui n'ont pas été observés dans les données historiques sur lesquelles le modèle est fondé.

Ces données hypothétiques ne représentent pas les rendements d'un placement donné. Les projections et les autres données générées par les simulations du Vanguard Capital Markets Model® en ce qui concerne la vraisemblance des résultats de placements divers sont de nature purement hypothétique; de plus, elles ne reflètent aucunement des résultats de placement réels et ne sauraient garantir les résultats futurs. Les résultats issus du modèle peuvent varier à chaque utilisation et dans le temps.

Connectez-vous à Vanguard^{MC} > vanguardcanada.ca

CFA® est une marque déposée appartenant au CFA Institute.

Les objectifs de placement, les risques, les frais, les charges et d'autres renseignements importants concernant un fonds figurent dans le prospectus; veuillez en prendre connaissance avant d'investir.

À l'usage exclusif des conseillers financiers. Cette publication ne peut être diffusée au public.

Vanguard®

© 2019 Placements Vanguard Canada Inc.
Tous droits réservés.

ISGQVAA_CA 022019 1281265