

Zeitschrift: Revue économique franco-suisse
Herausgeber: Chambre de commerce suisse en France
Band: 69 (1989)
Heft: 1

Artikel: Mesurer et juger la performance d'un portefeuille
Autor: Gehring, Willy
DOI: <https://doi.org/10.5169/seals-887164>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. [Siehe Rechtliche Hinweise.](#)

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. [Voir Informations légales.](#)

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. [See Legal notice.](#)

Download PDF: 02.04.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>

Mesurer et juger la performance d'un portefeuille

Willy Gehring,
Société ATAG, département « gestion de fortunes » Zurich

Celui qui possède un portefeuille titres aimerait savoir de temps en temps avec quel succès ses fonds sont placés. On effectue ceci en mesurant la performance du portefeuille ; puis celle-ci est comparée avec les performances de portefeuilles similaires et des indices de marchés.

Comme décrit dans l'article ci-après, les moyens de comparaison et de jugement d'une performance ne sont pas simples et sont contestés dans le milieu des spécialistes.

Beaucoup d'investisseurs ont besoin de savoir avec quel succès ils ont placé leurs fonds ou bien laissé placer leurs fonds. Il s'agit donc de mesurer le résultat du placement, appelé performance, et de le comparer avec les performances de portefeuilles d'autres investisseurs ou avec des indices de marchés. L'investisseur veut savoir comment, pendant un certain laps de temps, grâce aux dividendes, intérêts, gains en capital, etc., son capital a progressé (ou bien diminué).

Nous vous avisons d'ores et déjà, au début de cet article, que les moyens de mesurer une performance sont contestés même parmi les experts et ont donné lieu à de fortes divergences. Il règne en effet des désaccords dus aux différents objectifs et interprétations, quant à la manière de la calculer et à la valeur d'une performance. L'expert financier connu, Robert Ferguson, écrit par exemple : « Personne ne sait comment mesurer une performance, personne jamais ne le saura et personne ne voudrait le savoir, même s'il le savait. »

Eu égard à cela, l'article ci-après ne parle pas seulement de la technique de mesurer de la performance, mais également de la problématique. L'article ne pourra pas résoudre cette dernière, mais la démontrer au lecteur et donner lieu à des réflexions.

Qu'est-ce que la performance ?

Le problème de mesurer une performance consiste à calculer la plus-value de la fortune pendant une certaine période de temps et à l'exprimer en pourcentage d'accroissement. Un accroissement ou recul d'un portefeuille peut résulter de trois manières.

1. Intérêts et dividendes encaissés, etc., en tenant compte également des intérêts courus et de la valeur des options et des *futures*.
2. Gains en capital (ou pertes), soit déjà réalisés pendant la période, par exemple en vendant des papiers-valeurs, soit pas encore réalisés.
3. Frais, comme frais bancaires, intérêts débiteurs, etc.

Supposons tout simplement que l'investisseur n'ait pas versé ni retiré de capitaux dans son portefeuille pendant cette période, la performance de l'augmentation de la fortune peut être calculée en pourcentage :

$$\frac{\text{Augmentation de la fortune} \times 100}{\text{fortune}} = \text{performance (en \%)}$$

Déjà dans cet exemple bien simplifié, des controverses peuvent surgir, par

exemple, si un investisseur calcule la performance pour un trimestre avec 3 % et dit que, calculé sur l'année, cela lui donnera une performance de $(4 \times 3\%) = 12\%$. Certains experts qualifient ces affirmations d'inexactes, voire fausses, car le reste de l'année peut encore apporter bien d'autres résultats.

Le capital de placement déterminant

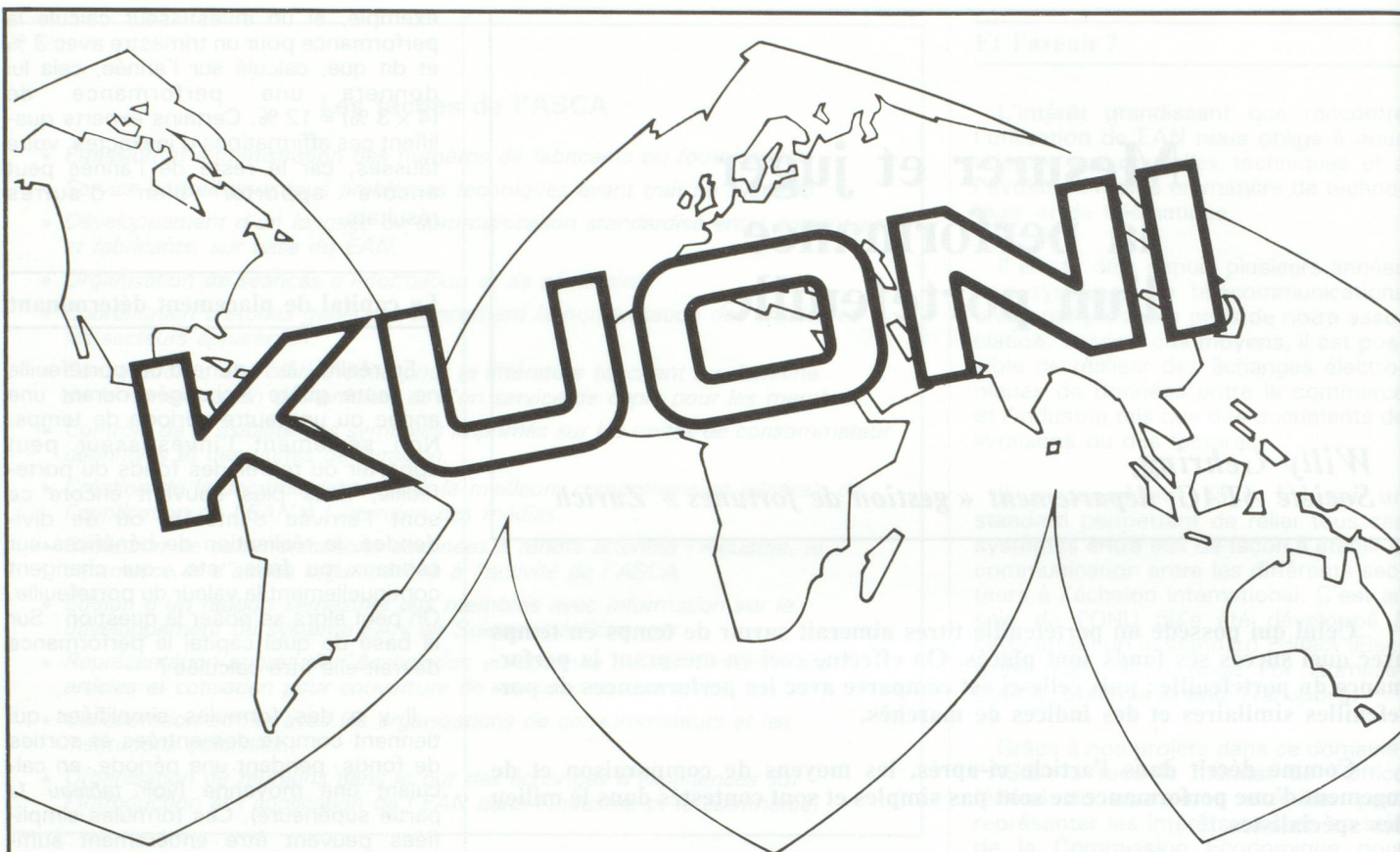
En réalité, la fortune d'un portefeuille ne reste guère inchangée durant une année ou une autre période de temps. Non seulement l'investisseur peut apporter ou retirer des fonds du portefeuille, mais plus souvent encore ce sont l'arrivée d'intérêts ou de dividendes, la réalisation de bénéfices sur capitaux ou frais, etc., qui changent continuellement la valeur du portefeuille. On peut alors se poser la question : Sur la base de quel capital la performance devrait-elle être calculée ?

Il y a des formules simplifiées qui tiennent compte des entrées et sorties de fonds, pendant une période, en calculant une moyenne (voir *tableau 1*, partie supérieure). Ces formules simplifiées peuvent être entièrement suffisantes dans des conditions constantes, comme par exemple dans le cas de caisses de pension.

Des calculs plus précis s'imposent par contre pour des portefeuilles privés et pour des fonds de placements fortement soumis aux fluctuations d'entrées de fonds. Dans ces cas, le plus conforme est de calculer le capital de placement déterminant selon la méthode de « l'échelle d'intérêts » (*tableau 1*, partie inférieure). Le calcul mathématique correct du capital de placement déterminant ne pose pas de grands problèmes. Il peut se faire par ordinateur. Par contre, comme nous le verrons plus tard, des entrées ou sorties de fonds importantes peuvent avoir une influence certaine sur la performance.

La période à mesurer

La performance est mesurée sur une période de temps déterminée. Souvent, il s'agit d'une année étant donné que les taux d'intérêts sont aussi en général mentionnés sur une base annuelle. Cependant, notre rythme de vie devenant toujours plus accéléré, l'insécurité déclenchée par les récents événements boursiers ainsi que l'impatience des investisseurs incitent à choisir des périodes d'observation toujours plus courtes. Ceci amène un effet doublement négatif : l'investisseur ou le gérant de fortunes, étant sous contrainte de succès, se tourne alors



EXIGEZ DE VOTRE AGENCE DE VOYAGES LE MEILLEUR SERVICE!

Pour tous vos déplacements : Tourisme, voyages d'affaires, séminaires, congrès, etc.,
votre agence de voyages

KUONI

met à votre disposition :

Des conseillers-voyages confirmés :

Ils connaissent toutes les destinations et vous feront bénéficier de leur précieuse expérience.

Des équipements informatiques de réservation :

Plus d'attente... confirmation immédiate, pour vos demandes de réservations : train, avion, hôtels,
voitures sans chauffeur, etc.

Une implantation internationale :

Avec plus de 120 bureaux sur les 5 continents, KUONI vous assure du meilleur accueil dans le monde entier.



LA QUALITÉ SUISSE DANS LA TRADITION FRANÇAISE

AGENCES KUONI EN FRANCE

- 75008 PARIS, 33, Bd Malesherbes - Tél.: 42.65.29.09
- 75009 PARIS, 12, Bd des Capucines - Tél.: 47.42.83.14
- 38000 GRENOBLE, 15, av. Alsace-Lorraine - Tél.: 76.87.83.42.
- 69002 LYON, 14, rue de la Barre - Tél.: 78.42.57.51
- 68100 MULHOUSE, 1, av. De Lattre-de-Tassigny - Tél.: 89.45.16.16
- 67000 STRASBOURG, 36, rue du Vieux-Marché-aux-Vins - Tél.: 88.32.86.85
- 33000 BORDEAUX, 27, allées de Tourny - Tél.: 56.44.19.89
- 31000 TOULOUSE, 18, rue La Fayette (4^e étage) - Tél.: 61.21.79.80
- 06000 NICE, 3, Bd Victor-Hugo - Tél.: 93.16.08.00

Lic.46



Tableau 1
Méthode de calcul simple et précise d'une performance

<p>• <i>Formule simplifiée</i></p> $\frac{\text{Capital final} - \frac{\text{versement (ou retrait) au capital}}{2}}{\text{capital de départ} + \frac{\text{versement (ou retrait) au capital}}{2}} - 1 \quad 100 = \text{performance}$ <p><i>Exemple :</i> capital de départ 1 000 capital final 1 300 plus value 300 (dont 200 de versement, 100 d'intérêts, etc.)</p> $\frac{1\,300 - \frac{200}{2}}{1\,000 + \frac{200}{2}} - 1 \quad 100 = \text{performance}$ $\frac{1\,200}{1\,100} - 1 \quad 100 = P \quad 9,1\% = p$				
<p>• <i>Calcul précise d'une performance</i></p>				
	<i>Valeur</i>	<i>Francs</i>	<i>Jours</i>	<i>Nombres</i>
Fortune initiale	31.12	5 000 000	15	75 000 000
+ entrée de revenus et gains en capitaux	15.01	50 000		
		5 050 000	15	75 750 000
+ entrée de fonds (versements)	30.01	1 000 000		
		6 050 000	30	181 500 000
- sortie de fonds (retraits)	28.02	2 000 000		
	31.03	4 050 000	30	121 500 000
			90	453 750 000
Capital de placement moyen déterminant (90 jours)	nombres	453 750 000 :	90 =	Fr. 5 041 600
Un revenu de 50 000 F sur un capital de placement moyen de 5 041 600 F donne une performance de 1 % pour trois mois.				

vers des placements plus volatiles, c'est-à-dire plus risqués, afin de pouvoir présenter des résultats à court terme au-dessus de la moyenne; de cette manière, certaines règles de base, qui doivent absolument être observées dans une composition équilibrée de portefeuille, peuvent être éventuellement mésestimées.

La performance d'un portefeuille devrait être mesurée et jugée pour une longue durée. D'après les opinions concordantes de la plupart des auteurs financiers, la période de mesure devrait comporter au minimum cinq ans, afin que cette période comporte de bonnes et de mauvaises années.

Les périodes de mesure devraient si possible aussi être choisies de façon à pouvoir procéder à des comparaisons avec par exemple des fonds ou des portefeuilles de référence. Elles devraient également être assez longues afin de pouvoir observer un développement à

moyen terme. De plus, il sera toujours instructif de noter statistiquement des résultats à long terme, c'est-à-dire de présenter des résultats de placements sous forme de tableaux.

La comparaison de performance

L'investisseur ne veut pas seulement connaître la performance de son portefeuille, mais avant tout il aimerait la comparer avec la performance d'autres portefeuilles. Ainsi, il peut constater comment son portefeuille s'est développé (en bien ou en mal). Toutes les difficultés commencent lors de cette comparaison, car aucun portefeuille n'est identique. De nombreux portefeuilles sont structurés d'après les besoins spécifiques des propriétaires et, de ce fait, s'écartent des

moyennes du marché ou des portefeuilles de référence des fonds de placements, etc.

Une des raisons essentielles de cette divergence est qu'une corrélation existe entre rendement et risque, plus le rendement est élevé, plus le risque est grand. De plus, chaque investisseur a sa propre opinion sur le risque qu'il veut accepter, afin d'obtenir éventuellement un revenu plus élevé. Il est donc difficile de trouver des exemples de dépôts fictifs ou existants avec des risques similaires afin de pouvoir faire une comparaison correcte, surtout que l'importance et les mouvements de fonds divergent dans les différents dépôts. Au lieu de mesurer la performance d'un portefeuille avec un dépôt de référence, on peut aussi travailler avec des indices. Pour chaque segment du marché, les indices respectifs sont utilisés et le portefeuille pesé selon sa composition.

Ce genre de technique demande une attitude relativement constante durant le temps de la mesure. Les rendements nets obtenus dans les différents marchés doivent aussi être ajoutés au développement des indices. Lors du choix de l'indice, l'accent doit être mis sur la largeur de l'instrument de mesure (pas d'indice avec peu de titres). Pour ce qui est des indices en obligations, il faut clarifier la durée moyenne sous-jacente et la comparer avec celle des portefeuilles mesurés, en faisant éventuellement d'importantes corrections.

Par ailleurs, la plupart du temps, les chiffres publiés sont des indices par pays; par contre, le segment d'obligations d'un portefeuille contient généralement des débiteurs nationaux et internationaux. Malheureusement, pour de nombreux emprunts internationaux convertibles et à options, il n'existe pas non plus de chiffres satisfaisants pour la calculation.

Des comparaisons avec des fonds de placements connus et similaires au point de vue risque nous semblent plus simples et peut-être plus appropriées. Une pareille comparaison est relativement facile parce que les cours, respectivement les prix d'émission des fonds, incluent les revenus actuels et expriment la substance de la fortune du fonds.

Les entrées et sorties de fonds ont (comme mentionné au début) une grande influence sur la performance d'un portefeuille. Elles peuvent, dans des temps d'importantes fluctuations dans les marchés, complètement bouleverser la comparaison de performances. Dans des cas pareils, un jugement différencié peut être plus approprié, qui inclut davantage l'élément du temps

(time-weighted performance). A cela un exemple simplifié :

- Le détenteur d'un portefeuille A, avec un capital de départ de 10 millions de francs, prélève de son portefeuille à fin septembre 1987 (avant le crash) une somme de 5 millions de francs, le portefeuille restant de 5 millions de francs perdant 20 % de sa substance ; la performance sur un capital de placement moyen de 8,75 millions de francs est de - 11,4 %.

- Le portefeuille B, par contre, avec le même capital de départ, a une entrée d'argent à fin septembre 1987 de 5 millions de francs, et perd également 20 % de la valeur de placement, car il est structuré comme le portefeuille A. Cette performance-ci sur un capital de placement moyen de 11,25 millions de francs est de - 26,6 %.

La stratégie de placement était la même dans les portefeuilles A et B. Malgré cela, il y a une grande différence dans la performance et ceci uniquement à cause de l'entrée, respectivement du retrait de fonds.

Risques et performances

Supposons qu'un investisseur calcule une performance pour son dépôt de 8,1 % pour l'année écoulée. Il peut comparer cette performance avec un dépôt de référence, pour lequel par exemple une plus-value de 6,5 % a été obtenue. Il peut arriver à la conclusion que lui ou son gérant de fortunes a obtenu une performance au-dessus de la moyenne.

Ceci n'est valable que sous réserve. Car pour juger une performance, il faut également tenir compte du *risque* des placements. Il existe c'est un fait connu, une relation entre le risque et le revenu. Si l'investisseur ou le gérant de fortunes, parce qu'il a pris des risques plus élevés, a obtenu des revenus plus élevés, il a eu beaucoup de chance durant la période sous revue ; par

contre, avec la même stratégie dans un temps futur, il aura forcément une performance en dessous de la moyenne.

Si, en ce qui concerne la performance, on parle de risque, on entend par là non le risque de perte dans le sens commun, mais les variances ou corrélations définies dans la théorie de portefeuille. Il s'agit d'une part de l'écart des fluctuations de cours d'un titre de la moyenne du marché (exprimé avec le facteur bêta), et d'autre part de l'écart spécifique du placement (par exemple d'une action) de son comportement jusqu'alors.

Le cours d'un titre qui, habituellement, suit le marché obtient un facteur bêta de 1, alors qu'un titre plus volatile aura, par exemple, un facteur bêta de 1,4. Tous les placements à court terme (comptes à terme, treasury bills) ont par contre un facteur bêta de 0.

Au risque dans les différents marchés s'ajoute, comme déjà mentionné, le risque spécifique à un titre, c'est-à-dire la variation d'une action vis-à-vis de son comportement habituel.

Incluant ces risques lors du jugement de la performance, le calcul suivant se donne :

Performance obtenue sur le portefeuille	8,1 %
- rendement obtenu sur placement sans risque	- 4,0 %
- déduction pour prise de risque	- 1,1 %
- déduction pour prise de risque spécifique à un titre (investissement en titres avec comportement spécial)	- 0,5 %
Performance restante à attribuer au placement de la fortune	2,5 %

A première vue, une telle analyse peut choquer l'investisseur ou le conseiller en placement, car sa part au succès du placement a été réduite à un pourcentage minime. Mais il est important de savoir,

pour l'investisseur comme pour le conseiller en placement, quels éléments peuvent être attribués au marché et quelle part au travail du gérant de fortunes pour le succès (ou l'échec) d'un placement. Cela amène une meilleure transparence et montre également le risque pris et le développement du risque. En outre, la performance restante peut aussi être négative ; cela veut dire, qu'un risque plus élevé a été pris, qui s'est avéré payant, alors que partiellement ou pas du tout dans une performance plus élevée.

La prise en considération du risque dans le jugement d'une performance se prête particulièrement pour de plus grands portefeuilles, par exemple pour des caisses de pensions, mais moins pour de petites fortunes. Le calcul d'un coefficient-risque pour portefeuilles est compliqué au point qu'il doit être calculé par ordinateur, mais pour des portefeuilles importants, c'est une nécessité devenant évidente. Pour ce calcul, l'entrée ou la calculation de la variance est nécessaire et ceci pour tous les marchés et tous les titres.

Performance d'un portefeuille international

Il est évident que mesurer la performance d'un portefeuille orienté au niveau international est plus difficile que celle d'un portefeuille composé uniquement de valeurs nationales. De même que comparer la performance d'un portefeuille international avec la performance d'un portefeuille similaire ou avec le développement des différents marchés boursiers est un grand défi.

Lors de la gérance de portefeuilles internationaux comme lors de la mesure des performances, il est surtout pénible de suivre continuellement le développement des taux d'intérêts, des marchés boursiers et des marchés des devises sur toutes les bourses importantes, car il s'agit de choisir les marchés dans lesquels on devra

BANQUE LOUIS-DREYFUS EN SUISSE SA

- * Gestion de patrimoines personnalisée
- * Toutes opérations de banque
- * Création et gestion de sociétés

98, BAHNHOFSTRASSE

8023 ZURICH

TÉLÉPHONE (01) 229 61 11

TÉLÉX 812 006

investir. Avant l'*asset allocation*, c'est-à-dire avant la répartition du portefeuille dans les différents pays ou bourses, des comparaisons sont faites entre les rendements globaux approximatifs à attendre. Ceci permet de comparer le rendement attendu avec la performance effective et de noter les écarts.

Afin de mesurer et comparer la performance de portefeuilles internationaux, il faut prendre également en considération, à part les indices des pays respectifs, le développement des monnaies, des taux d'intérêts et les rendements de placements sans risque. Tous ces facteurs entrent en considération proportionnellement, c'est-à-dire en fonction de la répartition du portefeuille dans les marchés respectifs.

Remarques finales

Particulièrement aux États-Unis et dans les autres pays anglo-saxons, la mesure de performance s'est développée en une véritable science. Mais la valeur de bien des mensurations est contestée, car leur fondement n'est guère suffisant pour l'établissement d'une stratégie future de placement, ainsi que pour le jugement de la performance de l'investisseur ou de son conseiller. Cependant, la mesure de la

performance est fondamentalement un instrument précieux dans la gérance de fortunes.

Voici ci-dessous un résumé des principales idées émises précédemment :

- La mesure d'une performance ne représente que peu de problèmes en matière de calculation ; par contre, les comparaisons et jugements d'une performance sont difficiles ; la manière de juger correctement une performance est contestée parmi les experts.
- Malgré tout, la performance est un instrument important pour l'investisseur car il peut juger sa manière d'investir ses fonds et constater les erreurs. La mesure d'une performance permet au conseiller en placement d'expliquer au client le développement de son portefeuille.
- Les comparaisons de performance ne sont pas à faire à court terme, mais plutôt sur une durée plus longue de plusieurs années.
- Lors de la comparaison de performances, il faut si possible comparer des « choses » ressemblantes. Il s'agit de

rapprocher des groupes de portefeuilles existants avec des exemples de portefeuilles ou avec des indices mixtes conformes afin d'obtenir des bases de comparaison qui peuvent servir de directives rationnelles.

- L'analyse d'une performance doit inclure, mis à part les revenus, également le risque du placement. De cette façon, l'analyse montre quel risque a été pris afin d'obtenir ce profit et pour quelle part la performance de l'investisseur ou du gérant de fortunes a contribué à la plus-value du portefeuille.
- Par la mesure de la performance et particulièrement par l'analyse des risques, de nouveaux besoins au secteur du software d'ordinateur se créent, car il s'agit de calculer, mis à part les rendements, également les coefficients de risque de chaque titre, groupe de placement et portefeuille, de présenter et d'analyser les coefficients de performance et de programmer les formules correspondantes pour la calculation du capital de placement déterminant. En ce qui concerne la tenue de portefeuilles de référence par ordinateur et d'indices mixtes pour la comparaison de performances, les spécialistes ont encore à résoudre bien des questions théoriques et techniques ainsi qu'à développer du software d'ordinateur. ■

Les entreprises suisses ont leur banque



Des opérations commerciales...

La Banque Franco-Allemande offre aux entreprises une gamme étendue de services sur mesure et personnalisés. Son dynamisme et son potentiel d'innovation lui permettent de proposer sans cesse de nouveaux produits : financements en francs et en devises, gestion de trésorerie informatisée, conseils et opérations de change (DM et autres devises), placements financiers (SICAV domestiques et internationales), rapprochements d'entreprises, introductions en Bourse (Second Marché et Cote Officielle).

...aux opérations financières

La vocation internationale de la Banque Franco-Allemande est aussi de plus en plus affirmée avec l'extension de son activité vers les entreprises françaises et de toutes origines, notamment suisses. La Banque Franco-Allemande, c'est la qualité du service et du contact d'une banque à taille humaine et la puissance de son principal actionnaire, la Westdeutsche Landesbank Girozentrale - WestLB -, troisième groupe bancaire allemand.



Banque Franco-Allemande

Deutsch-Französische Bank
Groupe WestLB

15, avenue de Friedland 75008 PARIS - Tél. (1) 45 63 01 09 - Téléx : 650 198 F