



Time- vs. Money-Weighted Rate of Return



La différence de la mesure de la performance d'investissements financiers avec la méthode MWR (Money Weighted Rate of return) ou la méthode TWR (Time Weighted Rate of return) a déjà fait l'objet de nombreuses discussions et publications. En résumé on peut dire que la performance TWR est celle de l'investissement du point de vue du gérant et la performance MWR est celle de l'investissement du point de vue du client. La performance TWR peut être comparée à celle d'un benchmark, alors que la performance MWR ne devrait pas l'être. Alors vous pensez certainement: "Pourquoi revenir sur ce sujet?". Parce que les conséquences pratiques de ces faits, tout en étant clairs en ce qui concerne l'investissement global, le sont beaucoup moins en ce qui concerne la performance des classes d'actifs de l'investissement.

Exemple surprenant

Afin d'illustrer notre propos, prenons un exemple fictif d'un investissement divisé pour des raisons de simplicité en trois classes d'actifs: actions, obligations et liquidités. Si la performance TWR des actions est de 2.60%, celle des obligations de -0.61% et celle des liquidités de 2.41%, vous semble-t-il possible que celle de l'investissement total soit de 4.70%, c'est-à-dire supérieure à celle des trois classes d'actifs ? Si votre réponse est "oui, bien sûr", vous n'avez pas besoin de continuer la lecture de ce document: vous n'allez

probablement rien apprendre de nouveau. Sinon, le tableau ci-dessous vous donne un exemple concret d'un investissement conduisant à ces résultats surprenants.

| | Actions | Obligations | Liquidités | Total |
|----------------------------|-----------|-------------|------------|------------|
| Valeur au début de l'année | 15'000.00 | 15'000.00 | 70'000.00 | 100'000.00 |
| TWR 1er semestre en % | -5.00 | -3.50 | 1.20 | -0.44 |
| Valeur au 30.06 | 14'250.00 | 14'475.00 | 70'840.00 | 99'565.00 |
| Réallocation | 35'750.00 | 15'525.00 | -51'275.00 | 0.00 |
| Valeur au 01.07 | 50'000.00 | 30'000.00 | 19'565.00 | 99'565.00 |
| TWR 2ème semestre en % | 8.00 | 3.00 | 1.20 | 5.16 |
| Valeur à la fin de l'année | 54'000.00 | 30'900.00 | 19'799.78 | 104'699.78 |
| TWR année en % | 2.60 | -0.61 | 2.41 | 4.70 |

Un montant de CHF 100'000 est investi au début de l'année de la façon suivante: CHF 15'000 en actions, CHF 15'000 en obligations et CHF 70'000 en liquidités. Les rendements du 1^{er} semestre de l'année sont de -5% pour les actions, -3.5% pour les obligations et 1.2% pour les liquidités, ce qui nous donne les valeurs de l'investissement dans les 3 classes d'actifs au 30 juin. Une réallocation est alors opérée, résultant en un investissement pour le 2^{ème} semestre de CHF 50'000 pour les actions, CHF 30'000 pour les obligations et le reste de CHF 19'565 pour les liquidités. Remarquez qu'il n'y a ni apport ni retrait de fonds, il s'agit d'une réallocation pure. Les rendements pour le 2^{ème} semestre sont de 8% pour les actions, 3% pour les obligations et 1.2% pour les liquidités, ce qui nous donne les valeurs de l'investissement à la fin de l'année donnés dans le tableau. Les rendements annuels des 3 classes d'actifs correspondent parfaitement aux attentes de chacun, mais le rendement de l'investissement global de 4.70% peut surprendre. Pourtant nous n'avons pas fait d'erreur, vous pouvez vous en convaincre en refaisant les calculs.

Flux de réallocation

Ce résultat étonnant est essentiellement dû à la réallocation massive du milieu de l'année. Plus de CHF 35'000 de liquidités ont été investis en actions et plus de CHF 15'000 en obligations, ces deux classes d'actifs ayant eu une performance intéressante pour le 2^{ème} semestre de l'année, en particulier les actions avec un rendement de 8%. Ces deux classes d'actifs ont donc eu des flux de capitaux importants, qui sont par définition ignorés par la performance TWR. Répétons encore une fois que ces flux sont uniquement dûs à la réallocation, il n'y a pas eu d'apport ou de retrait de capitaux au niveau de l'investissement global.

La question se pose toutefois de la pertinence d'un calcul de performance neutralisant les flux. Si la réallocation est une décision du gérant de fortune, la performance du point de vue du gérant devrait en tenir compte. Si par contre cette réallocation lui est imposée par le client, la performance doit neutraliser cette réallocation. Il ne peut donc pas y avoir de réponse universelle quant à la question de la méthode à utiliser.

Performance MWR

Nous avons également calculé la performance MWR des trois classes d'actifs et de l'investissement global et avons obtenu les résultats suivants:

| | Actions | Obligations | Liquidités | Total |
|----------------|---------|-------------|------------|-------|
| MWR année en % | 9.97 | 1.65 | 2.43 | 4.70 |

Ce tableau met clairement en évidence le rôle prépondérant des actions dans la performance globale. Remarquez que celle-ci est égale à la performance TWR, puisqu'il n'y a pas de flux de capitaux au niveau du portefeuille.

Quelle méthode utiliser?

Si le but est de comparer la performance des différentes classes d'actifs à leur benchmarks respectifs, celle-ci doit être impérativement calculée avec la méthode TWR. Si par contre le but est de montrer au client d'où provient la performance de son investissement, la performance MWR va lui fournir des résultats bien plus en adéquation avec sa perception du rendement. La meilleure solution est donc de présenter la performance TWR et la performance MWR.

Remarquons encore que les réallocations de classes d'actifs dans la pratique sont généralement bien moins importantes que celles présentées dans notre exemple. La présentation systématique de résultats des deux méthodes permet toutefois d'éviter une interprétation erronée des rendements. Une présentation sans explication du premier tableau à un client pourrait conduire à des malentendus!

ePOCA® est le logiciel professionnel numéro 1 pour la comptabilité des titres et le rapport d'investissement, directement dérivé des données comptables. Pour davantage d'informations concernant ePOCA veuillez consulter notre site internet: www.chsoft.ch



CANTALUPPI & HUG AG
SOFTWARE AND
CONSULTING

Freudenbergrasse 142

epoca@chsoft.ch

8044 Zürich

+41 44 366 66 66