



## Quelle performance doit être présentée?

# Allocation stratégique et rapport de performance

Nombre de rapports de performance sont présentés soit avec la seule performance de l'investissement global soit avec un champ de batailles de valeurs de performance. Dans le premier cas aucune analyse ou comparaison n'est possible, dans le second cas nous sommes le plus souvent confrontés aux «arbres qui cachent la forêt».

Quels sont donc les éléments nécessaires afin de présenter «rien que la vérité, toute la vérité» sur la performance d'un investissement financier?

Bien évidemment la performance la plus importante pour un mandant est la performance de l'investissement global, car celle-ci résume en un seul nombre le rendement de cet investissement. Notez que la performance mentionnée dans cet article est la performance TWR, qui nous permet de la comparer avec celle d'autres investissements, qu'ils soient réels ou fictifs.

Les possibilités de comparaison de performance sont limitées si l'on s'en tient à l'investissement global. Dans des cas particuliers comme les caisses de pensions il existe des standards de comparaison universels, comme l'indice CS des caisses de pensions suisses ou les indices Pictet LPP.

L'analyse de performance sur la base d'indices universels est toutefois sujette à caution, car ces benchmarks universels ne peuvent pas tenir compte des nombreux facteurs définissant les modalités de l'investissement global. Il est donc indispensable de pousser plus loin l'analyse de performance de l'investissement. Pour cela il est nécessaire de calculer la performance de certaines classes d'actifs en plus de la performance globale.

### Performance des classes d'actifs

Par classe d'actifs nous entendons une sous-catégorie de l'investissement global, comme par exemple:

- Liquidités
- Obligations en CHF
- Obligations en monnaie étrangère
- Actions suisses
- Actions étrangères
- Immobilier
- Placements alternatifs

L'immense avantage de ces classes d'actifs est que leur performance peut être comparée à celle de benchmarks standardisés, comme le SPI pour les actions suisses ou le SBI pour les obligations en CHF. Pour des classes d'actifs plus globales, comme les Actions Européennes, il existe des indices calculés par des agences spécialisées.

Le tableau 1 nous donne un exemple de cette comparaison avec pour chaque classe d'actifs le benchmark, sa performance et la performance effective (voir page 76).

Clairement la présentation des performances par classe d'actifs et leur comparaison avec des benchmarks standardisés représente un plus considérable par rapport à la simple présentation de la performance de l'investissement global. Toutefois le problème de la comparaison de cette performance globale avec un benchmark individualisé n'est pas résolu. Cette comparaison n'est possible qu'en tenant compte de l'allocation stratégique.

### Allocation stratégique

L'allocation stratégique consiste en une pondération des différentes classes d'actifs qui peut être définie comme un but à long terme. Elle tient compte des rendements attendus, des risques et des corrélations des différentes classes d'actifs

### En bref

- > Le rôle principal de la performance est la comparaison
- > Le rapport de performance doit avoir la même structure que l'allocation stratégique

ainsi que la tolérance au risque de l'investisseur. En plus de la pondération stratégique, un minimum et maximum sont définis pour chaque classe d'actifs. Ceci afin d'éviter de devoir constamment rééquilibrer ces classe d'actifs à cause des variations de cours et afin de laisser une certaine liberté au gestionnaire de temporairement sur- ou sous-pondérer certaines classes d'actifs. Un exemple de stratégie de placement est donné dans le tableau 2. L'allocation stratégique nous permet de définir un benchmark individualisé pour notre investissement global. Nous pouvons en effet construire un benchmark composite sur la base de la pondération

### Auteur

Laurent Cantaluppi  
Cantaluppi&Hug AG,  
Zurich



Classe d'actifs	Benchmark	Performance du benchmark	Performance effective
Liquidités	CHF 3-Mo. Eurodeposit	2.44	2.45
Obligations en CHF	Swiss Bond Index	-0.29	1.94
Obligations en monnaie étrangère	World Government Bond Index	2.93	3.01
Actions suisses	Swiss Performance Index	-0.05	0.41
Actions européennes	MSCI Europe ex-CH	6.49	10.01
Actions américaines	MSCI North America	-0.69	0.54
Actions région pacifique	MSCI Pacific	-2.34	4.96

Classe d'actifs	Pondération stratégique	Pondération minimale	Pondération maximale
Liquidités	14	3	18
Obligations en CHF	35	28	40
Obligations en monnaie étrangère	18	12	25
Actions suisses	14	8	20
Actions européennes	11	6	18
Actions américaines	4	2	8
Actions région pacifique	4	0	8

Classe d'actifs	Pondération stratégique en %	Benchmark	Performance du benchmark
Liquidités	14	CHF 3-Mo. Eurodeposit	2.44
Obligations en CHF	35	Swiss Bond Index	-0.29
Obligations en monnaie étrangère	18	World Government Bond Index	2.93
Actions suisses	14	Swiss Performance Index	-0.05
Actions européennes	11	MSCI Europe ex-CH	6.49
Actions américaines	4	MSCI North America	-0.69
Actions région pacifique	4	MSCI Pacific	-2.34
Investissement global		Benchmark composite	1.50

stratégique. La performance du benchmark est calculée comme somme pondérée de la performance du benchmark de chaque classe d'actifs, la pondération étant celle de l'allocation stratégique. -Notez que le benchmark composite ne correspond pas à une stratégie passive, mais à un rééquilibrage constant de l'investissement selon l'allocation stratégique. L'exemple ci-dessus nous donne le tableau 3.

Nous sommes maintenant en mesure de retourner à la performance de l'investissement global et nous pouvons la comparer à celle de notre benchmark composite individualisé. La performance de notre investissement global pour la même période est de 3.15%, nous avons donc une sur-performance de 1.62%. Notez que pour la même période (année 2007) la performance du Pictet LPP-25 est de 0.94% et celle du Pictet LPP-40 est de 1.46%. Notre benchmark individualisé montre donc une performance supérieure

au LPP-40 avec un taux d'actions de seulement 33%.

La différence entre la performance effective de l'investissement global et celle du benchmark a deux sources distinctes:

- La sélectivité: La performance d'une classe d'actifs donnée diffère de celle du benchmark correspondant, car le portefeuille du gestionnaire diffère de la composition du benchmark. Le choix des titres (sélectivité) du gestionnaire peut résulter en une sur- ou sous-performance par rapport au benchmark.

- Le timing: La performance de l'investissement global diffère de celle du benchmark, car la pondération des différentes classes d'actifs diffère de la pondération stratégique. D'une part la variation des cours occasionne une variation de la pondération effective, d'autre part le gestionnaire dispose d'une certaine liberté de sur- ou sous-pondérer certaines classes d'actifs.

La sélectivité a en fait déjà été analysée par la comparaison des performances des classes d'actifs avec leurs benchmarks respectifs. Le tableau 1 montre clairement une sur-performance pour toutes les classes d'actifs. Si l'on pondère ces performances effectives, on obtient une sur-performance de 1.59%. On peut donc en déduire que la sur-performance de l'investissement est essentiellement due à une bonne sélectivité et que le timing y joue un rôle secondaire. Cette façon d'analyser la sélectivité et le timing ne correspond pas à la définition standard d'attribution de performance, mais est beaucoup plus simple à mettre en oeuvre et à interpréter. Notez que le calcul du benchmark composite doit toujours être effectué avec la pondération stratégique et pas la pondération effective. Sinon le timing serait également intégré dans le benchmark composite et serait donc impossible à analyser.

### Répartition de l'investissement en mandats de gestion

Nous avons jusqu'ici analysé la performance sans nous soucier des différents mandats de gestion. Or l'investissement n'est généralement pas confié à un seul gestionnaire. La performance de l'investissement doit donc être analysée non seulement dans son ensemble, mais par gestionnaire, afin de pouvoir détecter le plus tôt possible d'éventuelles forces ou faiblesses. Ici encore il faut pouvoir analyser la performance au niveau des classes d'actifs, surtout dans le cas de mandats mixtes.

L'analyse de la performance de mandats de gestion doit tenir compte de toutes les particularités de ces mandats. Notons à titre d'exemples:

- Un mandat de gestions d'actions suisses doit être considéré comme un mandat mixte si les liquidités ne sont pas limitées à une très faible pondération.
- Le benchmark d'un mandat ne correspond pas toujours au benchmark de la stratégie.

Si les mandats de gestion n'ont pas une stratégie identique à la stratégie globale, il est impératif de vérifier que les pondérations des mandats de gestion sont en concordance avec la stratégie globale. ■

