

Exposé de Christian WALTER,
Actuaire au Crédit Lyonnais

LE VOCABULAIRE DE LA MESURE DES PERFORMANCES DANS LA GESTION DES PORTEFEUILLES

Je vais vous parler du vocabulaire de performance pour la gestion des portefeuilles, des SICAV, des fonds communs de placement, des actions, des obligations, en fait de la gestion des SICAV.

Tout le monde connaît les actions, les obligations, les SICAV. J'ai imaginé un petit dialogue et à partir de celui-ci, on verra ce que cela peut suggérer comme réflexions sur le vocabulaire qui est utilisé et ce qu'on peut en faire.

Cela donne à peu près la chose suivante :

On imagine une discussion entre un gérant de portefeuilles et un responsable commercial qui a la charge de vendre les performances du portefeuille à ses clients :

- par rapport au "*benchmark*", le portefeuille a "*tilté*" de 3%
- 3%? De quel « tracking » ? (« tracking error » qu'il faut comprendre, naturellement)
- « tracking » de 7%.

Réponse :

Cela veut dire que le "*tilt*" n'est pas significativement différent de 0, parce que s'il y a 7% de "*tracking*" avec un "*tilt*" de 3%, c'est donc en fait que la performance est quasiment proche du "*benchmark*". À ce moment là, autant faire une "*replication*" du "*benchmark*", ce sera plus payant, ce n'est pas la peine de gérer activement, autant être passif sur le marché. Mais si l'investisseur n'est pas "*risque neutre*", qu'est-ce que l'on fait ? Il y a une variante. On peut dire si le "*risque averse*", c'est la même chose. D'où la question : quelle est en fait sa tolérance au risque, son aversion au risque ou encore mieux, sa "*value-at-risk*". Alors pour cela, il faudrait voir finalement, qu'est-ce qu'on lui construit comme "*shortfall*", pour pouvoir lui mettre en place un portefeuille normal ? Et la réponse finale : si le marché est déficient, il n'y aura pas de problèmes, il aura bien ce qu'il doit avoir.

Voilà un peu le dialogue tel qu'il peut s'imaginer, qui condense un échantillon de vocabulaire de gestion de portefeuille aujourd'hui sur les marchés et dans les sociétés de gestion de fonds pour comptes de tiers. Alors si on reprend cela, ligne par ligne très souvent on voit le mot "*benchmark*", le "*benchmark*", en général, ce n'est pas très clair pour ceux qui l'utilisent. Il désigne une notion qui est celle d'un indice de référence ou d'un portefeuille de références. L'idée de base, c'est de comparer un portefeuille géré activement avec une référence qui est un portefeuille fictif et donc par "*benchmark*", en fait, on veut désigner un portefeuille fictif qui est souvent l'indice de référence de marché, un indice de jauge. Autrement dit une mesure de jauge à partir de laquelle on pourra faire des comparaisons de performance. Alors par rapport à cette jauge, à ce "*benchmark*", donc, à cette mesure de référence, le portefeuille "*tilte*". Cela veut dire que la rentabilité du portefeuille dépasse

celle de la référence choisie de 3%.

La question ensuite, est-ce que c'est bien ou pas bien ? On fait donc un indice de référence plus 3.

La réponse, tout dépend d'un "*tracking*", alors un "*tracking error*" qu'est-ce que c'est ? C'est une mesure qui en fait, s'apparente à un rapport signal / bruit. L'idée simple c'est de dire que finalement si l'écart à la référence du marché disparaît sous un bruit de fond qui correspond à la volatilité du portefeuille, finalement, l'écart n'est pas significatif pour que l'on puisse le déterminer. Quant à la gestion, est-elle bonne ou mauvaise ? Donc ce qui est appelé "*tracking error*", en anglais, et dit en ce sens par les Français, ça pourrait mesurer un risque d'écart à l'indice de référence, c'est-à-dire une bande de fluctuation maximale de la fourchette de rentabilité par rapport à l'indice de référence. Le portefeuille va fluctuer dans cette bande et le "*tracking*" comme on dit de 7%, c'est-à-dire une bande de fluctuation de performance de 7%, si bien qu'au fond, si on avait mesuré la performance le mois suivant, le mois précédent, on aurait pu avoir 3 plus ou moins 7.

Réponse : donc ce n'est pas significativement différent de 0. Autant faire une "*replication*" du "*benchmark*". Là, il y a les deux, le barbarisme et l'anglicisme. Donc on réplique, c'est-à-dire que l'on reproduit de manière artificielle un indice de référence au moyen de techniques diverses, qui sont celles utilisées par les sociétés de gestion et par les banques aujourd'hui, de manière la plus courante. On va donc reproduire un indice de référence.

La question, c'est, quel est finalement le degré de prudence de l'investisseur ? Est-ce qu'il est prêt à prendre des risques ? Les Anglais disent "*risk notchwall*", dans ce cas là il est au sens propre indifférent à la prise de risques, et non pas "*risque neutre*". En revanche s'il est "*risk averse*" comme disent les Anglais, c'est-à-dire qu'au contraire, il y a une aversion au risque, ça veut dire en français, qu'il y a une attitude de prudence vis-à-vis des pertes potentielles. Et donc au lieu d'utiliser le mot anglais "*risk averse*", on pourrait penser en français à partir du concept de prudence et voir quelle est son attitude devant les pertes potentielles. Or, cette notion de perte potentielle c'est celle exprimée par le concept de "*shortfall*" qui en anglais est un déficit ou un écart entre ce que l'on veut avoir et ce que l'on a ; et donc définir comme le dit le dialogue un "*shortfall*", c'est définir, en fait, un niveau de perte potentielle acceptable par un client. Cette perte potentielle, elle se définit par rapport à un niveau de probabilité donné. Autrement dit, l'investisseur est prêt à suivre l'indice de référence du marché avec une bande de fluctuation maximale tolérable de 7% et en même temps, il accepte d'avoir une perte potentielle sur son portefeuille par exemple de 4%, avec une probabilité de 99%, et pour être encore plus concret, on lui convertit sa perte potentielle en montant en francs, et quand on a un montant en francs qui est exposé aux risques, qui est en fait un capital exposé aux risques, on dit une "*value at risk*" et donc les gens parlent de "*value at risk*". On traduit cela parfois par valeur à risque, c'est en fait un capital exposé aux risques.

Donc tout cela permet de construire un portefeuille que les Anglais appellent "*normal portfolio*" ; or, le mot "*normal*" renvoie à une distribution normale gaussienne, donc le "*normal portfolio*" anglo-saxon, c'est le portefeuille de référence parce que les écarts de rentabilité, entre ce portefeuille réel construit et l'indice de référence, se distribueront selon

une loi normale, et donc, ce n'est pas le portefeuille normal au sens où on l'entend en français habituellement.

Et pour terminer, on dit que le marché va être efficient. Qu'est-ce que cela veut dire ? Le terme est apparu dans la littérature anglo-saxonne dans les années 1960 et les Anglais ont dit "*efficient market*". Le problème, c'est que le terme apparaissait également en économie, on parlait d' "*efficient markets*" ; les économistes veulent dire par là un marché qui marche bien, ça veut dire que finalement si le but d'un marché, c'est de répartir des ressources que peuvent se resservir les uns, les autres, c'est au fond qu'il y a une bonne répartition des ressources. Si le marché est efficace, dans la mesure où il répartit bien les ressources, en tant qu'outil, cette efficacité du marché est appelée en anglais, en économie, "*efficient market*". En finance est apparu, à ce moment-là, la transposition du concept économique sur les marchés de capitaux et, comme en finance, on a introduit en plus une notion de transparence de l'information pour les acheteurs et les vendeurs, on a distingué le marché efficace des économistes des marchés efficients des financiers. Il y aurait l'efficacité de répartition des marchés des économistes et l'efficience informationnelle du marché des financiers au sens où d'un point de vue de la transparence des informations données d'acheteur vers vendeur, le marché serait effectivement un bon outil pour permettre de prendre des bonnes décisions.

Voilà quelques considérations sur la notion de performance dans le domaine de la gestion des portefeuilles. Je vous remercie.