

Les performances de la multigestion

Etude comparative des performances des fonds de fonds *versus* celles des fonds en gestion directe

Jérémy DUDEK
Université d'Orléans

Novembre 2009

Les performances de la multigestion

Remerciements

Nous remercions l'AFG ainsi qu'*Asset Allocation Advisors* pour leur soutien dans la réalisation de cette étude. Nous remercions aussi le groupe de travail Multigestion de l'AFG, en particulier Eric Pagniez et Adina Gurau Audibert, ainsi que Nicolas Caplain, François-Xavier Chabadel, Pierre Hervé, Alain Jaques, Julien Mechler, Jean-Luc Paraire et Eric Tazé-Bernard. Je suis également reconnaissant envers Christophe Hurlin, mon directeur de mémoire à l'université d'Orléans, ainsi que Bertrand Maillet, mon maître de stage chez *Asset Allocation Advisors-QCG*. Je remercie aussi vivement l'ensemble de l'équipe quantitative, et plus spécifiquement, Christophe Boucher, Benjamin Hamidi, Grégory Jannin, Patrick Kouontchou, Paul Merlin, Tristan Roger et Louride Sekhri, pour leur aide et leurs encouragements tout au long de la préparation de cette étude. Les erreurs éventuelles relèvent de l'entière responsabilité du seul auteur.

Avertissements

Ni l'université d'Orléans, ni l'AFG, ni *Asset Allocation Advisors* n'entendent donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans cette étude. Celles-ci doivent être considérées comme propres à l'auteur et elles ne reflètent pas nécessairement celles des entités suscitées. L'auteur seul assume l'entière responsabilité de ses écrits et il ne saurait engager la responsabilité d'un tiers.

Objectifs de l'étude

- **Etude de la multigestion**
 - Performance
 - Risque
 - Couple rendement/risque

- **Analogie avec les études précédentes**
 - Performances comparables voire supérieures
 - Risque moins élevé
 - Création d'une plus-value

- **Etude conditionnelle**
 - Sur un marché volatile
 - Lors de fortes turbulences du marché
 - Durant les événements récents

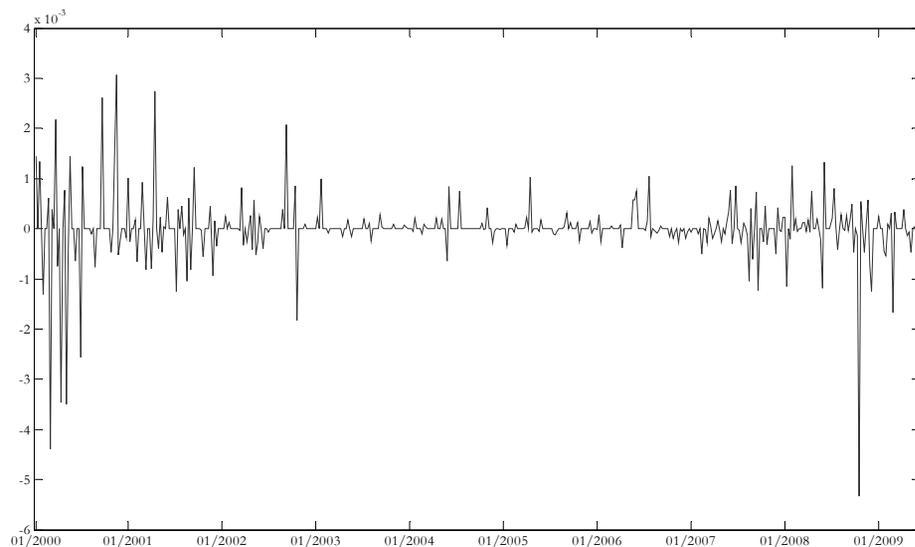
Champ de l'étude

- **Les fonds :**
 - Commercialisés en France
- **Sur deux univers :**
 - « actions Europe » et « actions Monde »
- **Base de données :**
 - Liste nominale de l'étude AFG (Paraire et Connault, 2005)
- **Sources :**
 - Bloomberg, Datastream, MorningStar-S&P
- **Période :**
 - De janvier 2000 à juin 2009

La base de données

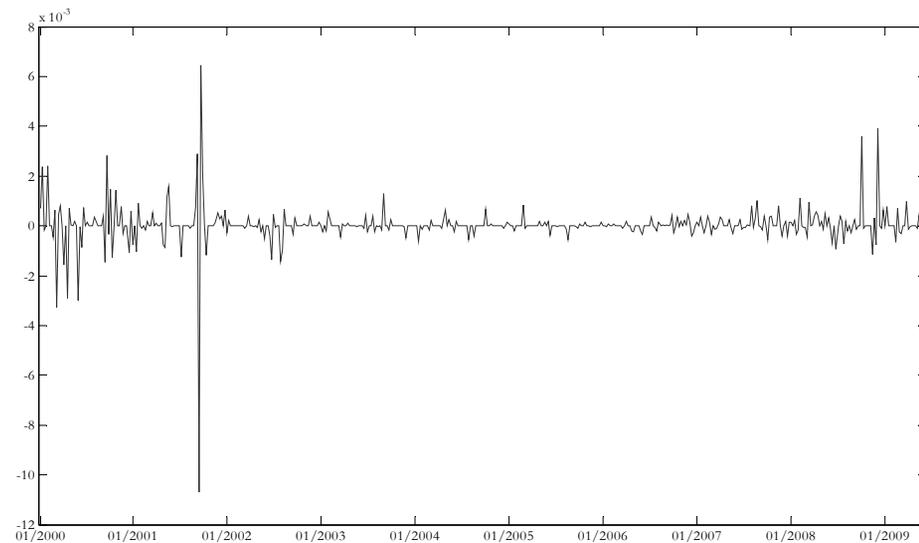
- **La base de données corrigée :**
 - La sélection qualitative (Cf. Paraire et Connault, 2005)
 - La sélection quantitative
 - La détection des *outliers* (Maillet et Merlin, 2009a)
 - La complétion des données (Maillet et Merlin, 2009b)

Univers « actions Europe »



Sources : *Bloomberg, Datastream* et *Morningstar-S&P*, rendements hebdomadaires, du 31/12/1999 au 05/06/2009. Echelle semi-logarithmique.
Calculs des auteurs.

Univers « actions Monde »



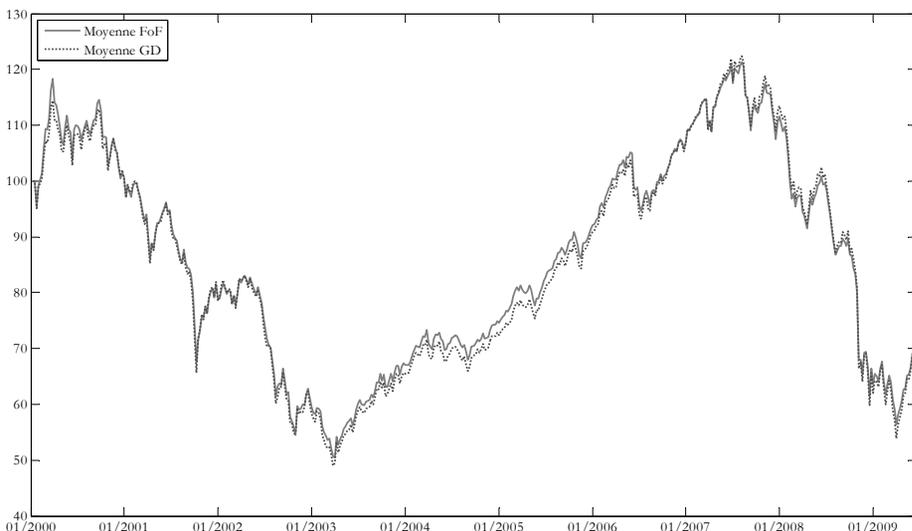
Sources : *Bloomberg, Datastream* et *Morningstar-S&P*, rendements hebdomadaires, du 31/12/1999 au 05/06/2009. Echelle semi-logarithmique.
Calculs des auteurs.

L'échelle des deux graphiques est de l'ordre de 10^{-3} , donc inférieure à notre degré de précision.

Les performances sur l'ensemble de la période

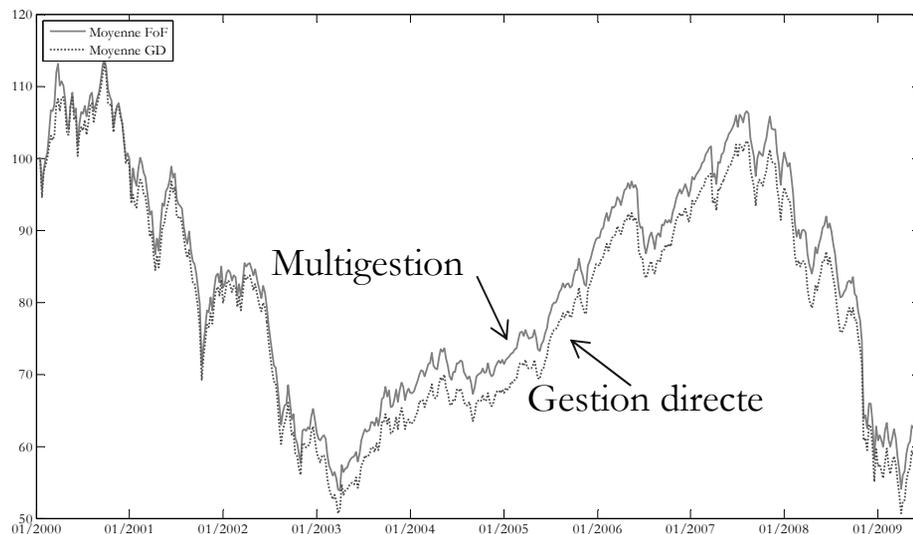
Nous présentons les rendements moyens cumulés sur l'ensemble de la période
(Fonds de fonds et gestion directe)

Univers « actions Europe »



Sources : *Bloomberg, Datastream et Morningstar-S&P*, rendements hebdomadaires, du 31/12/1999 au 05/06/2009. Echelle semi-logarithmique. Calculs des auteurs.

Univers « actions Monde »



Sources : *Bloomberg, Datastream et Morningstar-S&P*, rendements hebdomadaires, du 31/12/1999 au 05/06/2009. Echelle semi-logarithmique. Calculs des auteurs.

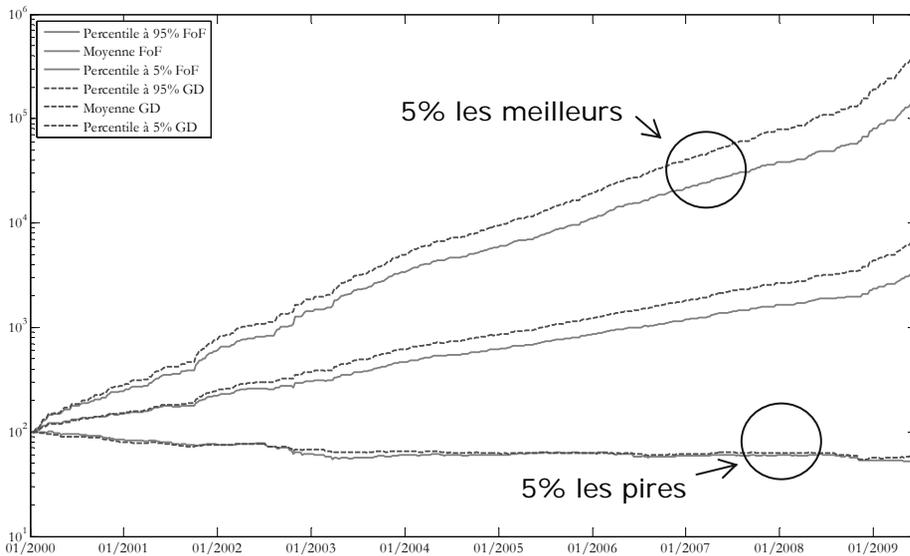
Les performances moyennes des fonds de fonds sont comparables voire supérieures à celles de la gestion directe.

L'analyse conditionnelle à l'état du marché (1)

Nous étudions le comportement des fonds en fonction des variations de leur indice de référence.

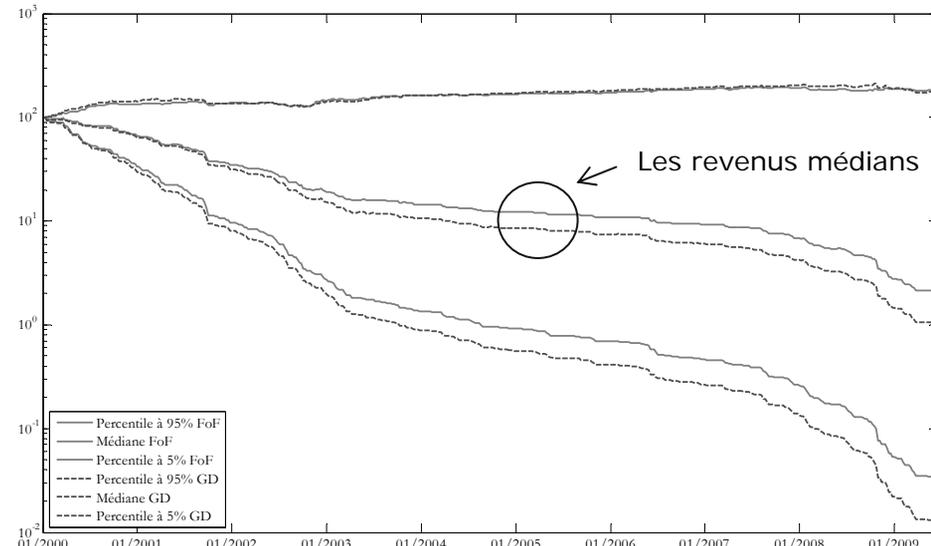
Univers « actions Europe »

Rendements positifs du marché



Sources : *Bloomberg, Datastream et Morningstar-S&P*, rendements hebdomadaires, du 31/12/1999 au 05/06/2009. Echelle semi-logarithmique. Calculs des auteurs.

Rendements négatifs du marché



Sources : *Bloomberg, Datastream et Morningstar-S&P*, rendements hebdomadaires, du 31/12/1999 au 05/06/2009. Echelle semi-logarithmique. Calculs des auteurs.

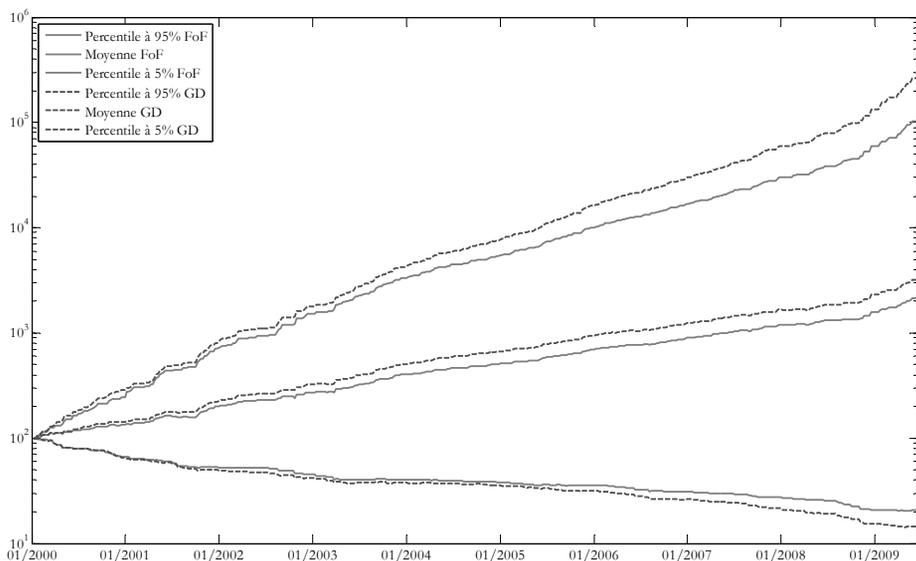
Les fonds de fonds réagissent mieux que les fonds en gestion directe, lorsque le marché a un rendement négatif.

Les rendements extrêmes de la multigestion sont plus mesurés.

L'analyse conditionnelle à l'état du marché (2)

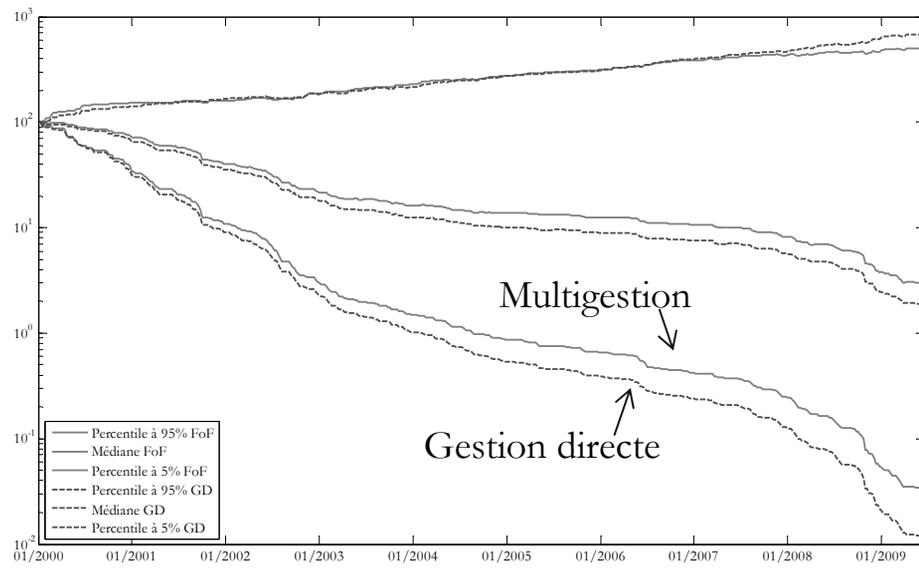
Univers « actions Monde »

Rendements positifs du marché



Sources : *Bloomberg, Datastream et Morningstar-S&P*, rendements hebdomadaires, du 31/12/1999 au 05/06/2009. Echelle semi-logarithmique. Calculs des auteurs.

Rendements négatifs du marché



Sources : *Bloomberg, Datastream et Morningstar-S&P*, rendements hebdomadaires, du 31/12/1999 au 05/06/2009. Echelle semi-logarithmique. Calculs des auteurs.

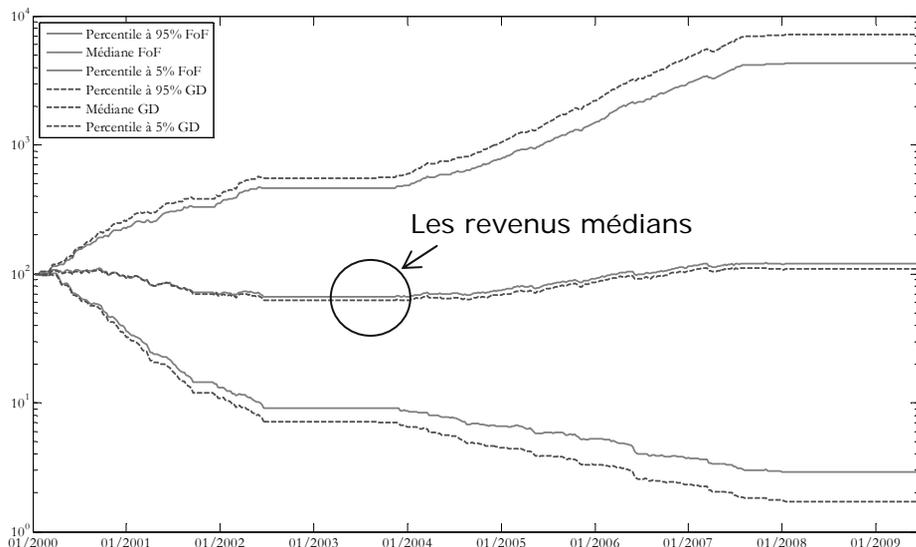
Pour l'univers "actions Monde", tout autant que pour l'univers « actions Europe », nous remarquons un comportement plus protecteur des fonds de fonds.

L'influence de la volatilité implicite (1)

Nous analysons l'influence de la volatilité sur les performances des fonds en étudiant les rendements des fonds conditionnellement au niveau de volatilité implicite.

Univers « actions Europe »

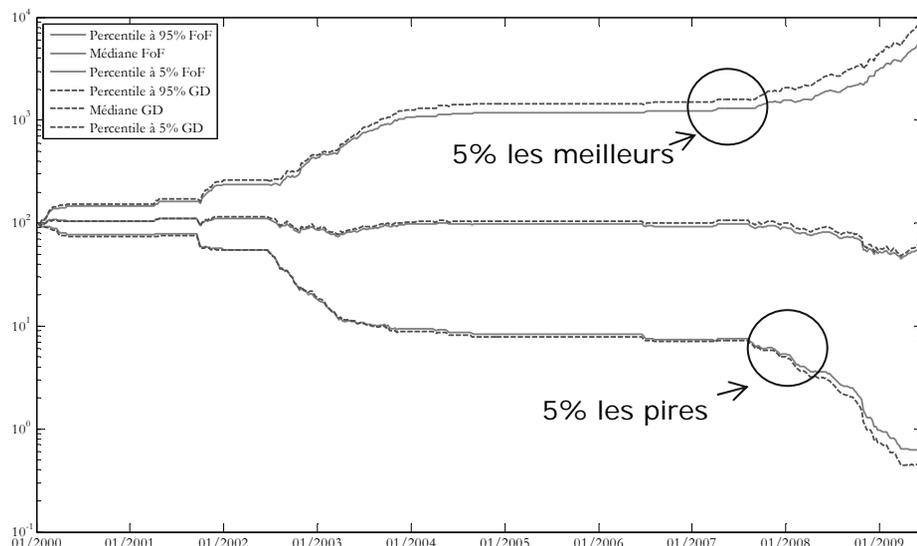
Volatilité faible du marché



Sources : *Bloomberg, Datastream et Morningstar-S&P*,
rendements hebdomadaires, du 31/12/1999 au 05/06/2009.

Echelle semi-logarithmique. Calculs des auteurs.

Volatilité forte du marché



Sources : *Bloomberg, Datastream et Morningstar-S&P*,
rendements hebdomadaires, du 31/12/1999 au 05/06/2009.

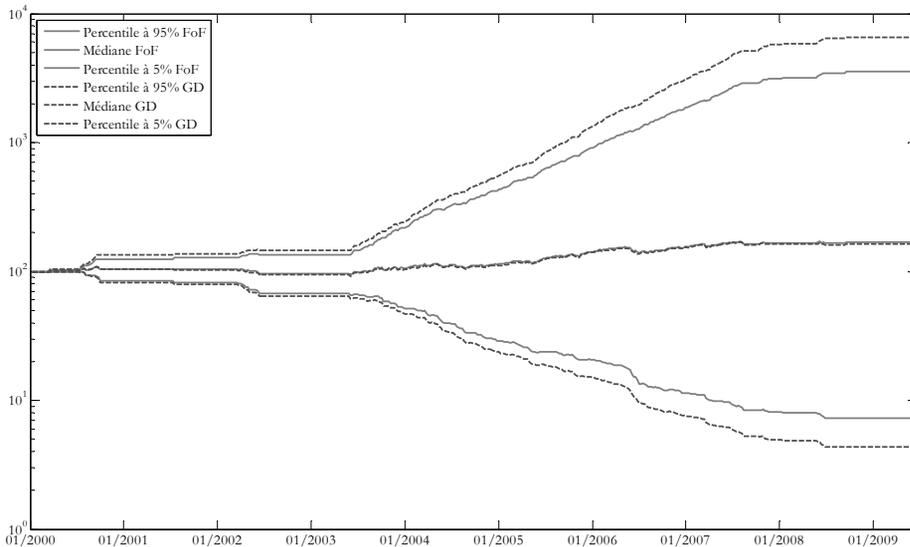
Echelle semi-logarithmique. Calculs des auteurs.

Une nouvelle fois, nous constatons le comportement protecteur des fonds de fonds. Quel que soit le niveau de volatilité, les événements extrêmes restent plus contenus.

L'influence de la volatilité implicite (2)

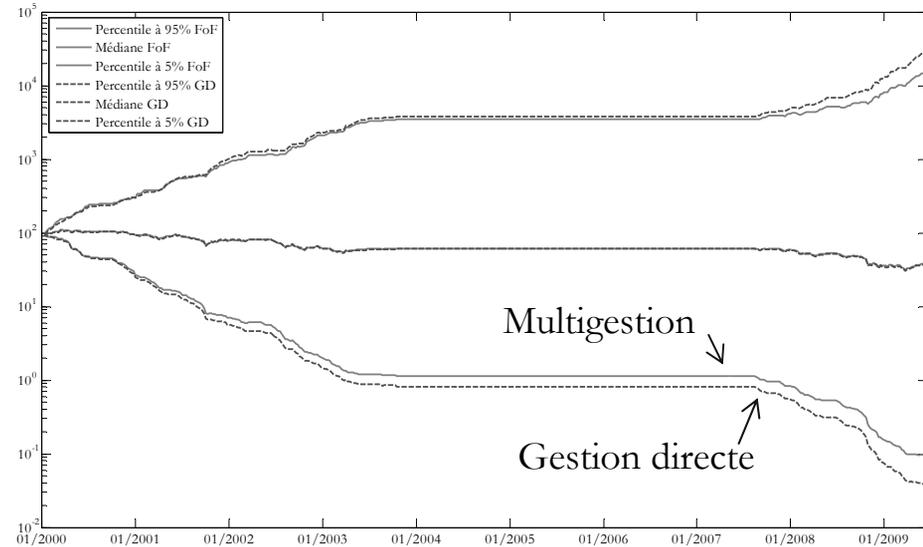
Univers « actions Monde »

Volatilité faible du marché



Sources : *Bloomberg, Datastream et Morningstar-S&P*,
rendements hebdomadaires, du 31/12/1999 au 05/06/2009.
Echelle semi-logarithmique. Calculs des auteurs.

Volatilité forte du marché



Sources : *Bloomberg, Datastream et Morningstar-S&P*,
rendements hebdomadaires, du 31/12/1999 au 05/06/2009.
Echelle semi-logarithmique. Calculs des auteurs.

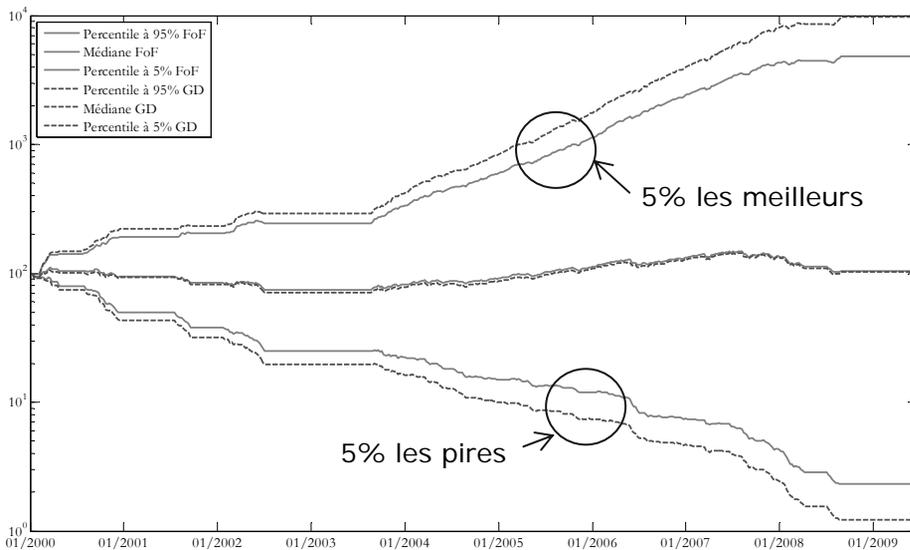
Tout comme dans l'univers « actions Europe », le comportement protecteur des fonds de fonds est marqué. Les performances restent quant à elles comparables.

L'incidence des turbulences du marché (1)

L'indice des chocs du marché nous permet de déterminer si le marché connaît de fortes turbulences ou non. Nous cherchons à déterminer le comportement des fonds lors de ces turbulences.

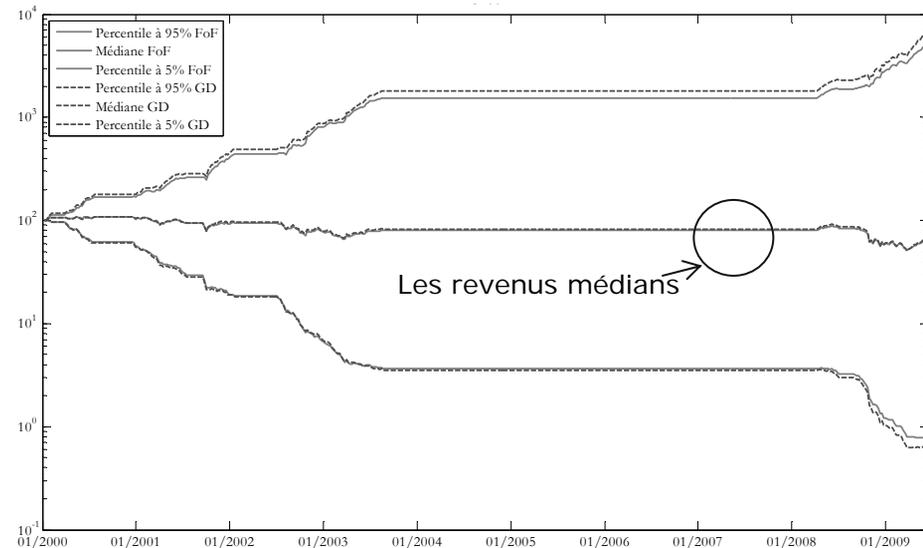
Univers « actions Europe »

Faibles turbulences du marché



Sources : *Bloomberg, Datastream et Morningstar-S&P*, rendements hebdomadaires, du 31/12/1999 au 05/06/2009. Echelle semi-logarithmique. Calculs des auteurs.

Fortes turbulences du marché



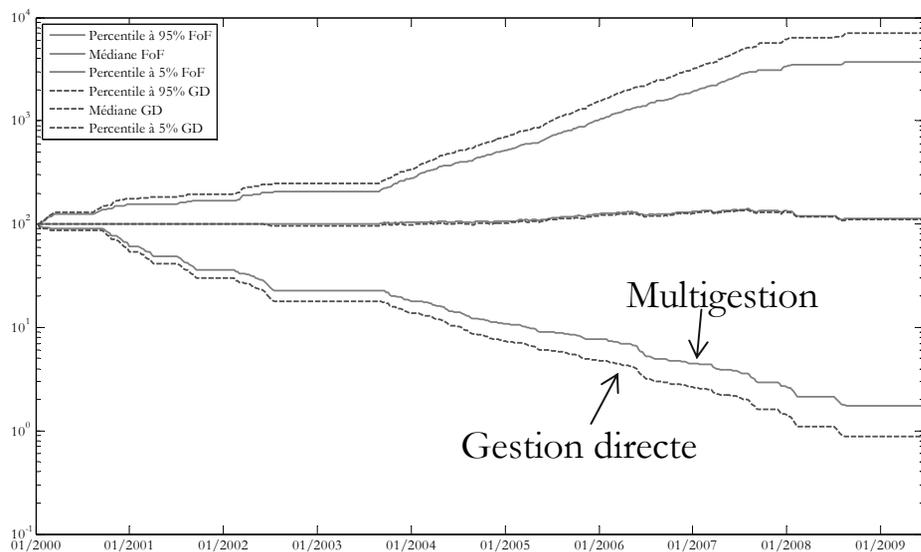
Sources : *Bloomberg, Datastream et Morningstar-S&P*, rendements hebdomadaires, du 31/12/1999 au 05/06/2009. Echelle semi-logarithmique. Calculs des auteurs.

Quel que soit le niveau de turbulence, les rendements extrêmes des fonds de fonds sont moins marqués que ceux de la gestion directe.

L'incidence des turbulences du marché (2)

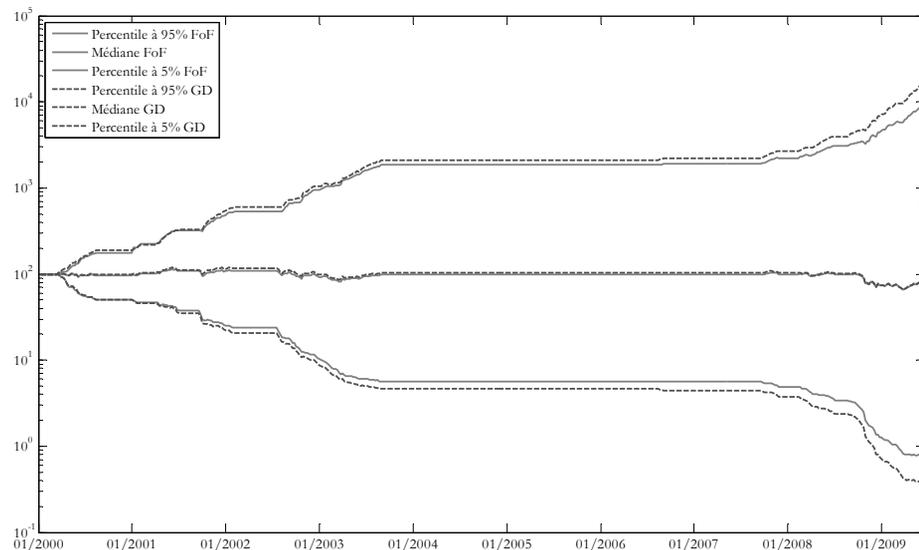
Univers « actions Monde »

Faibles turbulences du marché



Sources : *Bloomberg, Datastream et Morningstar-S&P*, rendements hebdomadaires, du 31/12/1999 au 05/06/2009. Echelle semi-logarithmique. Calculs des auteurs.

Fortes turbulences du marché



Sources : *Bloomberg, Datastream et Morningstar-S&P*, rendements hebdomadaires, du 31/12/1999 au 05/06/2009. Echelle semi-logarithmique. Calculs des auteurs.

Une nouvelle fois, nous confirmons que les rendements extrêmes des fonds de fonds sont plus mesurés lors de périodes de fortes turbulences.

Conclusions principales

- Les performances de la multigestion sont généralement comparables à celles de la gestion directe.
- Le risque des fonds de fonds est inférieur à celui de la gestion directe.
- Les fonds de fonds réagissent mieux lors des périodes de *bear market*, lorsque le marché est volatile et lors de fortes turbulences du marché.
- La création en moyenne d'une plus-value réelle pour l'investisseur est de nouveau confirmée.

Références bibliographiques

- Agache K. et K. Huys, (2005), « Do funds of funds make sense? », *Journal of Asset Management* 6(5), 322-328.
- Boucher Ch., G. Jannin , B. Maillet et H. Raymond, (2009), « A WhIMS for Financial Crises », *mimeo* à paraître, 34 pages.
- Feltgen T. et M. Erpelding, (2004), « Do Funds of Funds add Value for Investors? », *Fund-Market R&D*, 26 pages.
- Hintze J. et R. Nelson, (1998), « A Box Plot-Density Synergism », *The American Statistician* 52(2), 181-184.
- Jannin G. et B. Maillet, (2009), « Towards a New Performance Measure with L-moments », *mimeo* (à paraître), 119 pages.
- Le Sourd V., (2007), « Performance Measurement for Traditional Investment – Literature Survey », *Working Paper*, Edhec-Risk and Asset Management Research Centre, 66 pages.
- Maillet B. et P. Merlin, (2009a), « Outliers Detection, Correction of Financial Time-Series Anomalies and Distributional timing for Robust Efficient Higher-Order Moment Asset Allocations », *SSRN Working Paper*, 40 pages.
- Maillet B. et P. Merlin, (2009b), « Time-series Completion and *Scenarii* Generation for Robust Asset Allocation and Risk Measurement », *mimeo* à paraître, 16 pages.
- Maillet B. et Th. Michel, (2003), « An Index of Market Shocks based on Multiscale Analysis », *Quantitative Finance* 3(2), 88-97.
- Maillet B. et T. Michel, (2005), « The Impact of the 9/11 Events on the American and French Stock Markets », *Review of International Economics* 13(3), 597-611.
- Paraire J.-L. et J. Connault, (2005), « Analyse de la performance des fonds de fonds par rapport aux fonds en gestion directe », document de travail de l'Association Française de la Gestion financière, 65 pages.
- Tukey J., (1977), *Exploratory Data Analysis*, Addison Wesley, 688 pages.