

Saisonnalité et marchés financiers

Y a-t-il des périodes de l'année, d'une décennie où il ne faudrait pas être investi?

CONINCO 
Explorers in finance

 **WealthBriefing** EUROPEAN
AWARDS 2015
OVERALL EUROPEAN PRIVATE BANK — HIGHLY COMMENDED —
Banque Paris
Bertrand Sturdza

Novembre 2015



Introduction

La saisonnalité sert surtout

▶ *À démontrer l'inefficience des marchés.*

Qu'en est-il d'une utilisation stratégique?

▶ *Une approche fondée sur la saisonnalité est certes sans fondement avéré mais offre l'avantage de ne faire appel à aucune hypothèse pour être implémentée.*

Il existe presque autant d'effets calendaires qu'il existe de division de temps

▶ *L'investisseur doit distinguer les effets qui sont à la fois robustes empiriquement et peu coûteux à mettre en œuvre, et identifier le rationnel sous-jacent.*

Sommaire

Section 1 – Mesurer la saisonnalité des marchés

Section 2 – Intégrer la saisonnalité dans les processus de gestion

Section I

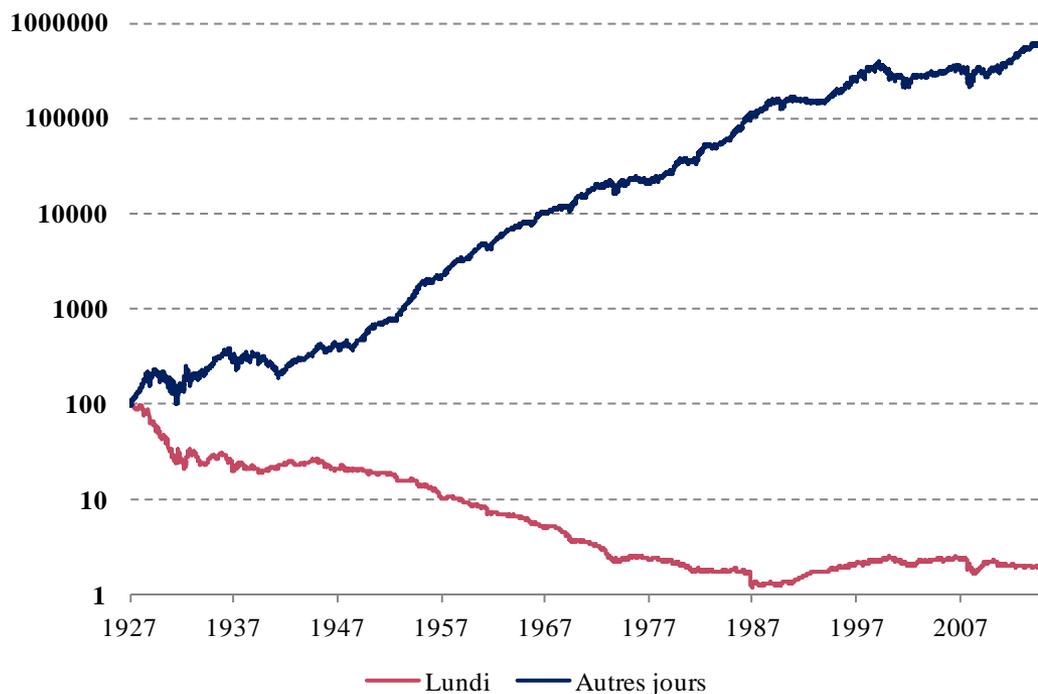
Mesurer la saisonnalité des marchés

« L'histoire ne se répète pas, mais elle rime » - M. Twain



« Petit lundi, grosse semaine »

S&P500: performance des jours de la semaine (depuis 1927, Echelle Logarithmique)



Effet « lundi »
La performance du lundi est fortement inférieure aux autres jours

Explication économique
Les mauvaises nouvelles ont tendance à tomber le weekend ou le vendredi soir

Explication comportementale
Le sentiment de marché se dégrade entre le vendredi et le lundi

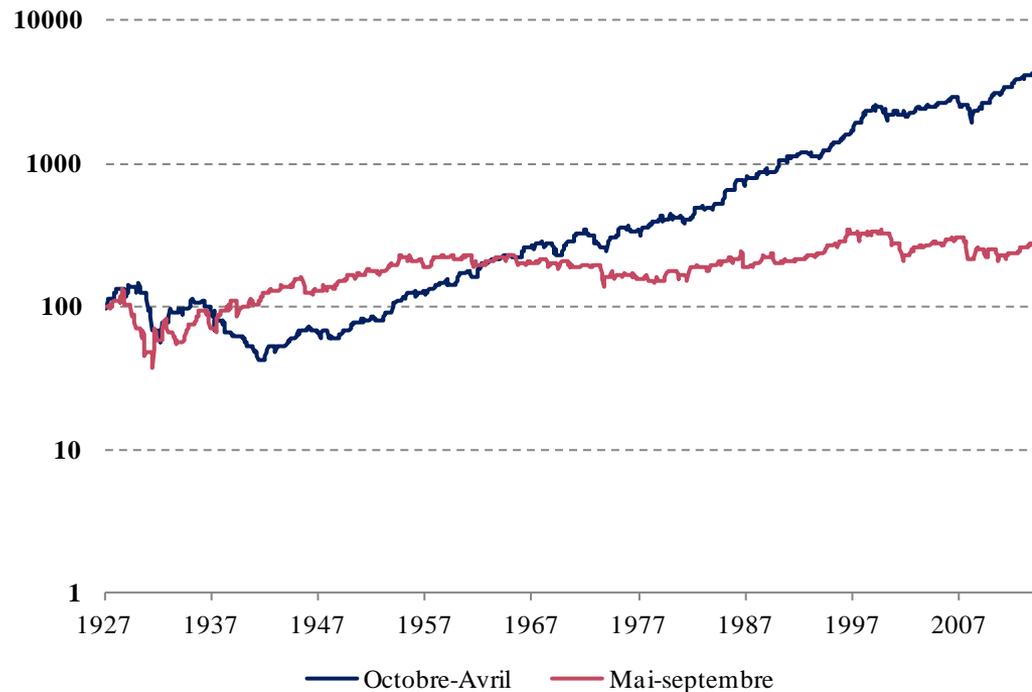
Sources: Banque Paris Bertrand Sturdza, Bloomberg



L'effet lundi s'est estompé au cours des 20-30 dernières années

« En mai fais ce qu'il te plait »

S&P500: performance cumulée du « Sell in May and Go Away »



Sources: Banque Pâris Bertrand Sturdza, Bloomberg

« *Sell in May and go Away* »
Une surperformance significative est observée entre le début du mois de novembre et la fin du mois d'avril.

Explication

Il n'existe pas d'explication purement « économique » du phénomène

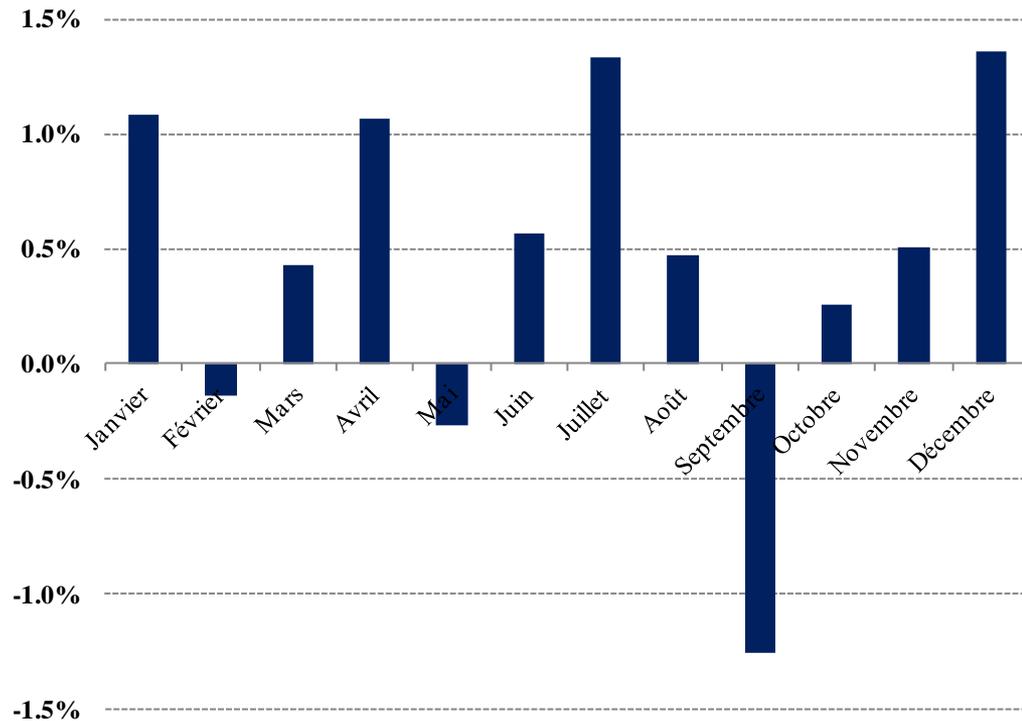
Les comportementalistes font l'hypothèse d'une variation saisonnière de l'appétit pour le risque qui serait maximale au mois de janvier et minimale à la fin de l'été



Un phénomène bien établi mais difficile à expliquer

« Noël continue en janvier »

S&P500: performance annualisée sur chaque mois de l'année



Sources: Banque Pâris Bertrand Sturdza, Bloomberg

Effet janvier
Ce phénomène est l'un des mieux documentés empiriquement (300 ans pour le Royaume Uni)

Explication
On peut l'interpréter comme un cas particulier du « Sell in May », ce qui implique une explication d'ordre psychologique (appétit pour le risque plus élevé en janvier)

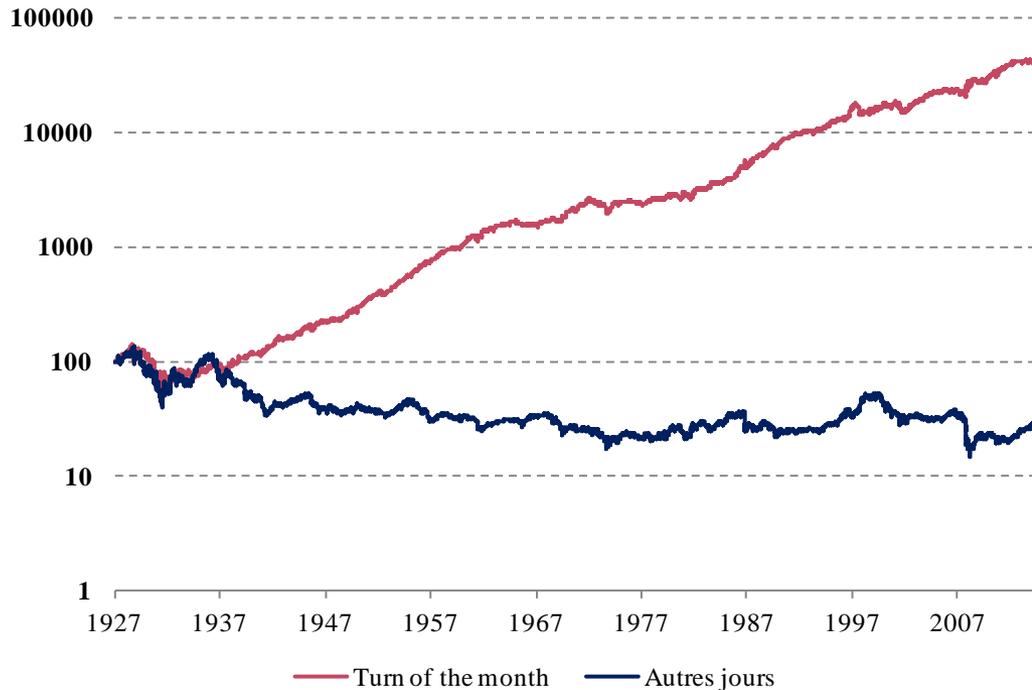
D'autres explications plus rationnelles sont avancées (window dressing, optimisation fiscale)



L'effet janvier est relié au « Sell in May »

« Prosperity is around the corner (of the month) »

S&P500: performance cumulée du « Turn of the Month »



Turn of the month
Les rendements des 3 derniers jours du mois et des 3 premiers jours du mois suivant sont supérieurs à ceux du reste du mois

Explication économique
Pressions acheteuses à partir de la fin du mois (Cash flow des fonds de pension, salaires)

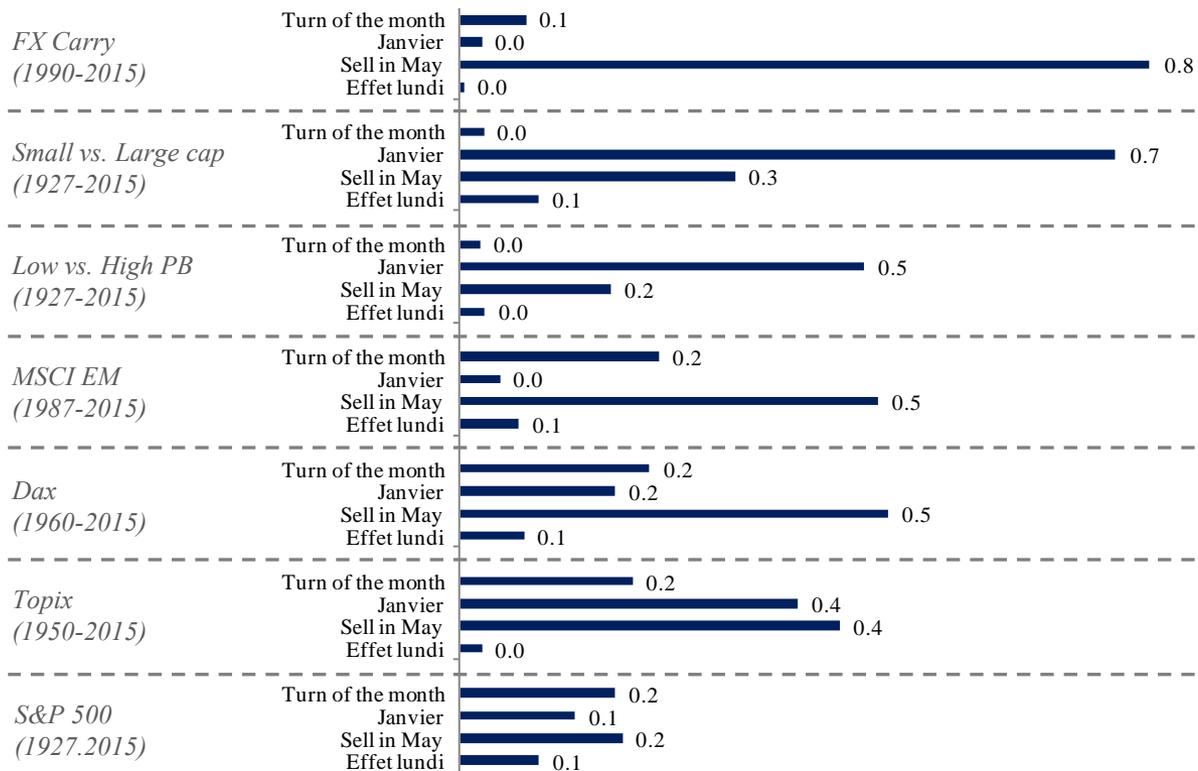
Sources: Banque Pâris Bertrand Sturdza, Bloomberg



Le Turn of the month est l'effet le plus stable au cours des 100 dernières années

La saisonnalité à travers les classes d'actifs

Espérance de rendement divisée par la volatilité du rendement



Les phénomènes saisonniers dépassent le cadre des grandes capitalisations US

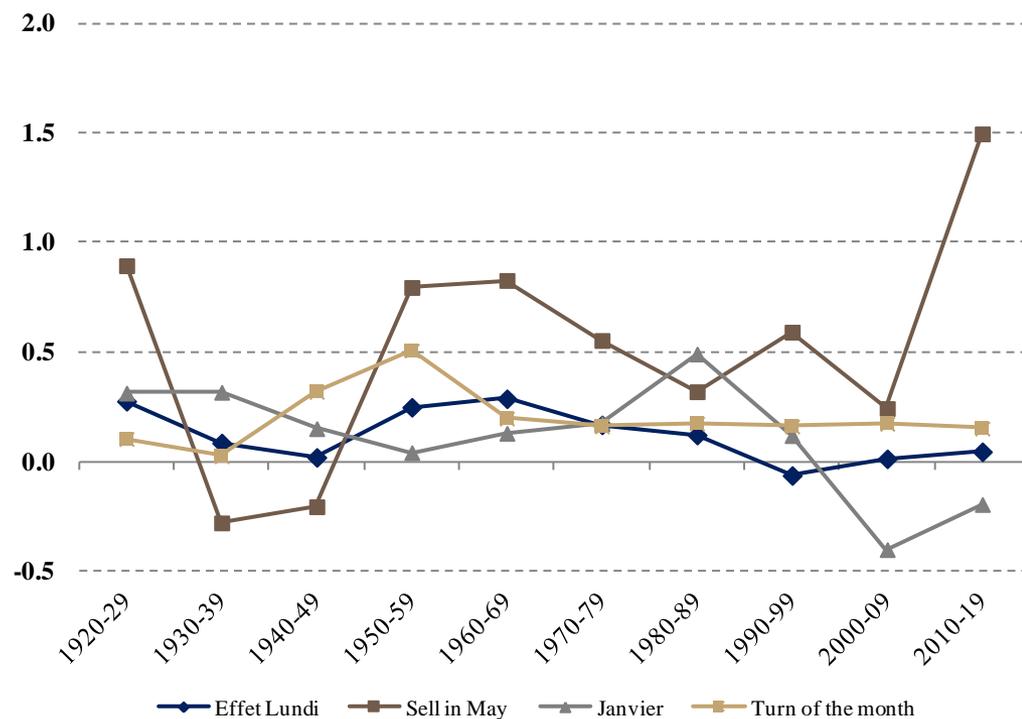
On les retrouve sur d'autres zones géographiques et d'autres types de primes de risque (Styles, FX Carry)



La saisonnalité peut être captée à travers les styles de gestion ou les devises

La saisonnalité au fil du temps

S&P 500: Esperance de rendement divisée par la volatilité du rendement, par décennie



Sources: Banque Pâris Bertrand Sturdza, Bloomberg

Le Turn of the Month est le phénomène le plus stable au cours du temps

L'effet lundi et l'effet janvier n'ont pas bien fonctionné au cours des 20 dernières années

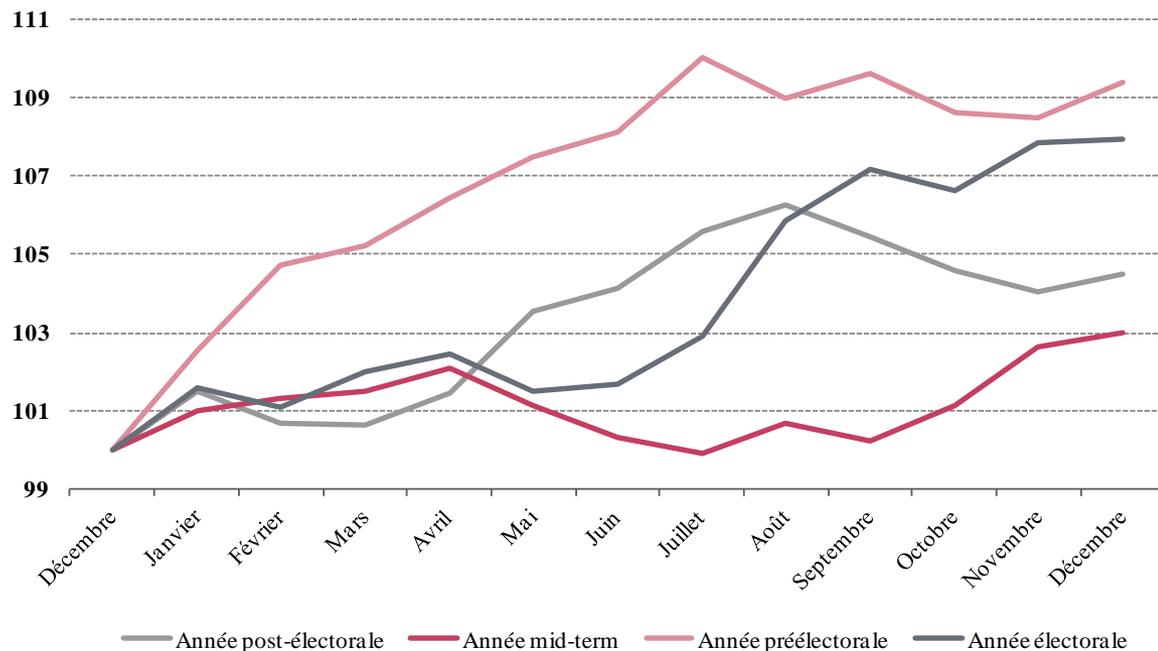
Le « Sell in May » est l'effet le plus fort sur les 20 dernières années



A part le « Turn of the Month », aucun effet n'a fonctionné en continu sur les 100 dernières années

Saisonnalité non calendaire – *cycle présidentiel aux Etats-Unis*

Rendements mensuels cumulés du S&P 500 en fonction du cycle présidentiel américain (depuis 1901)



Les marchés Actions aux Etats-Unis performant mieux au cours des deux dernières années du mandat électoral qu'au cours des deux premières années.

Sources: Banque Paris Bertrand Sturdza, Bloomberg



La période préélectorale est synonyme d'une plus grande largesse gouvernementale, tant législative que budgétaire, ce qui bénéficie aux marchés Actions

Section II

Intégrer la saisonnalité dans les processus de gestion

« Je ne crois aux statistiques que lorsque je les ai moi-même falsifiées » - W.S. Churchill



Mise en pratique difficile des cycles saisonniers

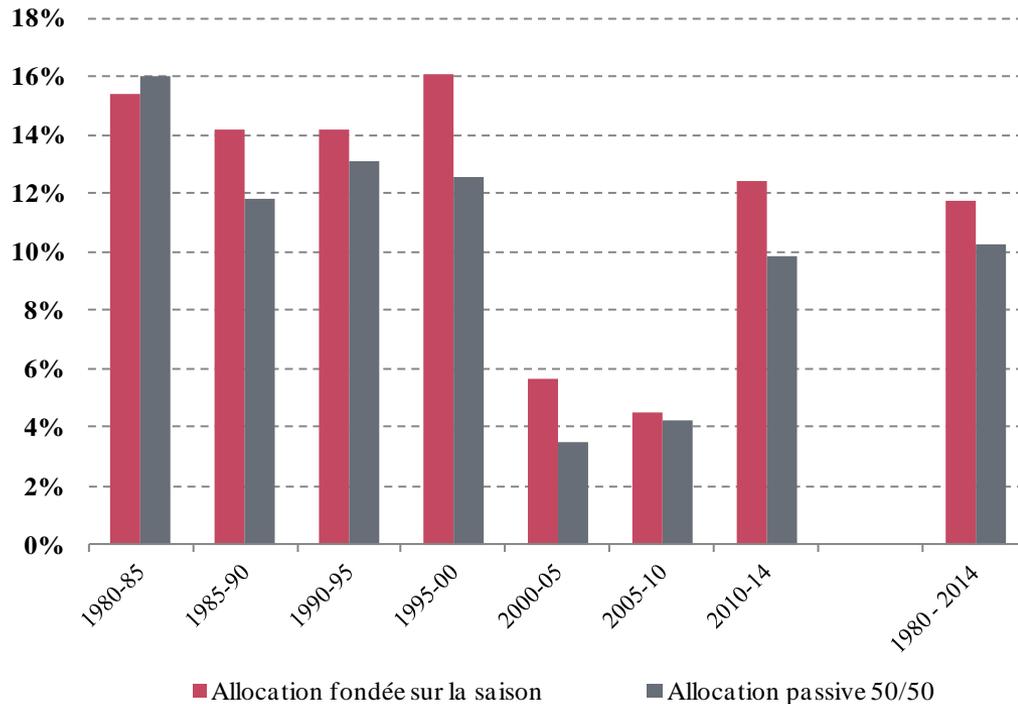
La saisonnalité présente un caractère potentiellement instable et a des coûts de rebalancement importants

3 Approches possibles pour l'investisseur:

- ▶ *Adapter son allocation d'actifs aux cycles saisonniers*
- ▶ *Capter la saisonnalité à travers les styles sans changer l'allocation d'actifs*
- ▶ *Décaler ses décisions d'investissement au moment de l'année le plus propice*

Stratégie d'allocation d'actifs en fonction des cycles saisonniers

Stratégie d'allocation saisonnière vs. allocation passive (*)



La stratégie consiste à augmenter l'exposition Actions au détriment des Obligations, pour la réduire en mai.



(*) Performance brute annualisée
Sources: Banque Pâris Bertrand Sturdza, Bloomberg



Cette approche génère une surperformance annualisée de 2% par rapport à une gestion passive 50/50 Actions/Obligations.

Stratégie d'allocation d'actifs en fonction des cycles saisonniers

Cette méthode, certes fortement exposée aux facteurs saisonniers, implique plusieurs inconvénients majeurs

La saisonnalité est par définition un phénomène de court terme, difficilement compatible avec l'horizon de temps de l'allocation d'actifs



La saisonnalité est rapidement en conflit avec d'autres critères



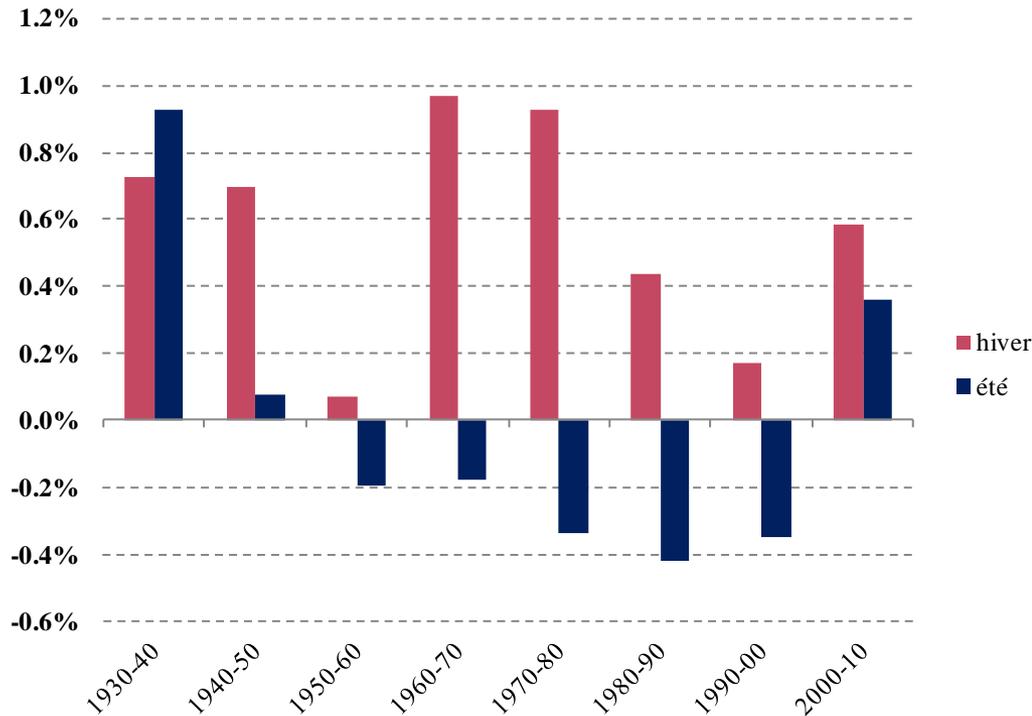
Les coûts de gestion sont importants



L'approche implique une rotation complète du portefeuille chaque année

Rotation de styles – *Capter la saisonnalité sans changer son allocation d'actifs*

Performance relative des Small Cap vs. Large Cap par décennie (*)



(*) Moyenne des performances mensuelles brutes
Sources: Banque Pâris Bertrand Sturdza, Bloomberg

Excepté sur la décennie 1930-40, on observe un effet stable dans le temps sur les petites capitalisations. Elles surperforment entre novembre et avril et sous-performent entre mai et octobre.

On constate un phénomène comparable sur le style Value contre Growth, mais l'effet est moins stable au cours du temps.

Une gestion de style permet:

✓ Une allocation d'actifs constante

✓ Une exposition active à la prime saisonnière

Rotation de styles – *Capter la saisonnalité sans changer son allocation d’actifs*

Cette méthode présente plusieurs avantages par rapport à la précédente



L’allocation d’actifs reste constante



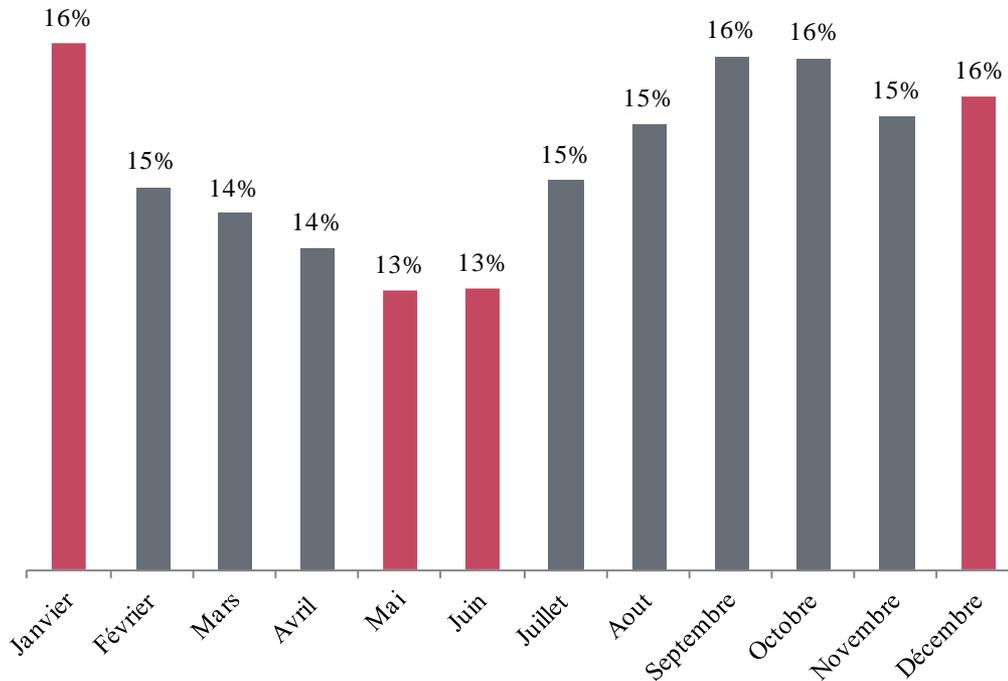
Les gains liés à la saisonnalité restent significatifs



La rotation du portefeuille reste importante, donc coûteuse

Décaler les décisions dans le temps – *Le cas d'une stratégie systématique*

Performance annualisée de la « Formule Magique » selon le mois de rebalancement (1996-2014)



La « Formule Magique » de Joël Greenblatt sélectionne les titres en combinant

- *Le multiple d'EBIT*
- *Le retour sur capital investi*

*C'est une Stratégie Value qui affiche une performance annualisée **différente** suivant qu'elle est rebalancée*

- *En décembre/janvier : **+16%***
- *En mai/juin: **+13%***

(*) Performance brute annualisée
Sources: Banque Paris Bertrand Sturdza, FactSet



Cette approche capte la saisonnalité en déplaçant simplement la date de rebalancement

Adapter les décisions d'investissement aux cycles saisonniers

Cette méthode est la plus avantageuse en termes de coûts



Elle permet de s'exposer à plusieurs types de cycles saisonniers

Cycles annuels (cf. exemple du slide précédent)

Cycles hebdomadaires (augmenter le risque de préférence le lundi soir)

Cycles mensuels (augmenter le risque de préférence en milieu de mois)



Elle n'a pas d'impact sur la rotation des portefeuilles

La saisonnalité ne dicte pas la décision d'investissement, mais le moment auquel elles sont appliquées



Mais les gains directement liés à la saisonnalité sont plus limités

Les cycles saisonniers sont sujets à caution

Risques de corrélation fallacieuse



Les exemples développés sont le fruit d'une observation ex-post et non pas la vérification d'une hypothèse formulée ex-ante

Explications difficiles à prouver



Attention au faux sentiment de sécurité

Implémentation difficile



Avoir une forte exposition à la saisonnalité implique des rebalancements coûteux

La saisonnalité a sa place dans le processus de gestion si l'on tient compte de 2 impératifs:



La diversification



La maîtrise des coûts

Contacts

Emmanuel Ferry

Directeur des Investissements

emmanuel.ferry@bkpbs.com

+41 (0) 22 316 02 16

Alexandre Poisson

Directeur Clients Institutionnels

alexandre.poisson@bkpbs.com

+41 (0) 22 316 02 42



Rue de Candolle 19

PO BOX 340

CH - 1211 Geneva 12

Tel.: +41 (0) 22 316 02 43

Fax: +41 (0) 22 316 02 02

bkpbs.com

pbsinvestments.com

Disclaimer

This material has been prepared by Banque Pâris Bertrand Sturdza S.A., Geneva, Switzerland, hereafter referred to as PBS

This material is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. It has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any recipient. It is published solely for information purposes and is not to be construed as a solicitation or related financial instruments or an offer to buy or sell any securities.

These materials contain confidential information and should not be circulated or disclosed to any person other than the original recipient. Any unauthorized copying, disclosures or distribution of these materials is strictly prohibited.

No representation or warranty, either express or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained herein, nor is intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the materials. It should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgment. Any opinions expressed in this material are subject to change without notice or be contrary to opinions expressed by other business areas or entities then, as a result of using different assumptions and criteria, PBS, is under no obligation to update or keep current the information contained herein. PBS, its directors, officers and employees' or clients may have or have had interests or long or short positions in the securities or other financial instruments referred to herein and may at any time make purchases and /or sales in them as principal agent. PBS, may act or have acted as a market-maker in the securities or other financial instruments discussed in this material. Furthermore, PBS may have or have had a relationship with or may provide or have provided investment banking, capital markets, and/or other financial services to the relevant companies.

Neither PBS, nor any of its directors, employees, or agents accepts any liability for any loss or damage arising out of the use of all or part of this material.

The potential investments described in this material are not suitable for all investors and their purchase and holding involves substantial risks. Potential investors should be familiar with instruments having the characteristics of such investments and should fully understand the terms and conditions set out in this documentation relating to them and the nature and extent of their exposure to risk of loss. Prior to entering into a transaction you should consult with your legal, regulatory, tax financial and accounting advisers to the extent you deem necessary to make your own investment, hedging and trading decisions.

Any transaction between you and PBS, will be subject to the detailed provisions of the term sheet, confirmation or electronic matching systems relating to that transaction. In addition, potential investors must determine, based on their own independent review and such legal, business, tax and other advice as they deem appropriate under the circumstances, that the acquisition of such investments (i) is fully consistent with their financial needs, objectives and conditions, (ii) complies and is fully consistent with all constituents documents, investments policies, guidelines, authorizations and restrictions (including as to its capacity) applicable to them, (iii) has been duly approved in accordance with all applicable laws and procedures and (IV) is a fit, proper and suitable instrument for them.

Past performance is not necessarily indicative of future results. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related instrument mentioned in this presentation. Clients wishing to effect transactions should contact their local sales representatives. Additional information will be made available upon request.

There can be no assurance or guarantee that returns showed in this material will be achieved in connection with the Opportunity.

In connection with certain return information, certain material assumptions have been used. Such assumptions and parameters are not the only ones that might reasonably have been selected and therefore no guarantee is or can be given as to the accuracy, completeness or reasonableness of any expected return. No representation or warranty is made that any indicative performance or return indicated will be achieved in the future. Furthermore, no representation or warranty, express or implied, is made by PBS, as to the accuracy, completeness, or fitness for any particular purpose of the calculation methodology used. Under no circumstances will PBS have any liability for a) any loss, damage or other injury in whole or in part caused by, resulting from or relating to any error (negligent or otherwise) of PBS in connection with the compilation, analysis, interpretation, communication, publication of delivery of this methodology, or b) any direct, indirect, special, consequential, incidental or compensatory damages, whatsoever (including, without limitation, lost profits) in either case caused by reliance upon or otherwise resulting from or relating to the use of (including the inability to use) this calculation methodology.