

# Au risque des saisons

«Sell in May and go away»: adage bien connu des financiers, mais très peu appliqué dans la réalité. Sauf par les cousins Dominicé qui utilisent la saisonnalité dans leur gestion de fonds. Rencontre avec deux brillants alchimistes de la gestion alternative calendaire.

## Qu'entendez-vous par saisonnalité?

**MICHEL DOMINICÉ:** C'est la théorie selon laquelle certains mois de l'année sont plus favorables que d'autres à la performance boursière, et cela de manière récurrente. J'ai étudié la saisonnalité sous toutes ses facettes depuis 1996, et cela m'a amené à diverses conclusions, notamment le fait qu'elle fonctionne plus fortement avec les titres cycliques que non cycliques, de même qu'elle est plus prononcée dans les marchés émergents que dans les marchés développés, ou encore qu'elle est retardée d'un mois dans les pays asiatiques par rapport à l'Europe.

**JEAN-EVRARD DOMINICÉ:** Tout le monde connaît le principe de la saisonnalité des marchés, mais personne ne l'applique vraiment ou ne va jusqu'au bout de la logique, soit en développant des modèles quantitatifs, soit en testant statistiquement les hypothèses. Et pourtant, si vous aviez acheté le Dow Jones le 31 octobre et l'aviez vendu le 30 avril de l'année d'après, et cela chaque année de 1945 à nos jours, vous auriez multiplié votre mise par 61, contre presque rien avec un portefeuille qui aurait fait le contraire (voir graphique ci-dessous).

## Pourquoi la notion de saisonnalité est-elle si peu intégrée dans la gestion de portefeuilles?

**J.-E. D.:** Il est difficile pour un gérant de fortune d'implémenter ce genre de théorie, et de convaincre des clients majoritairement focalisés sur le court terme. Ils ne veulent pas savoir quelle sera la stratégie gagnante à dix ans: ils veulent savoir laquelle sera gagnante à trois mois. Cette situation ne manque pas de piquant: vous avez un phénomène qui est clairement irrationnel d'un point de vue collectif, soit une inefficience prouvée des marchés financiers qui dure depuis 60 ans, avec de surcroît un dicton on ne peut plus explicite – et personne n'en profite de manière systématique!

## Et comment appliquez-vous, pour votre part, ce dicton dans la gestion de vos fonds?

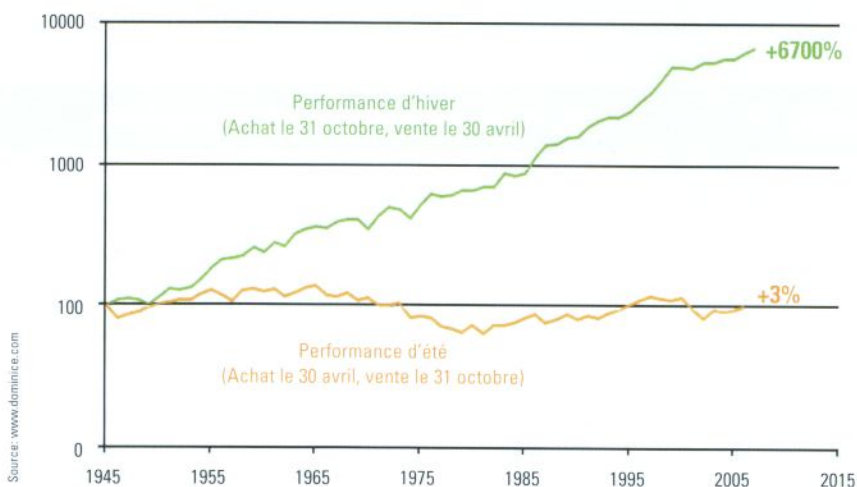
**M. D.:** En fait, la saisonnalité des marchés boursiers a été le chemin intellectuel qui nous a menés à la volatilité. Ensuite, nous avons cherché l'instrument qui allait nous permettre de déceler quelles années ce fonctionnement calendaire serait plus marqué et, plus exactement, à quel moment précis de l'année surviendrait par exemple la traditionnelle crise d'été. J'ai piétiné jusqu'en 2002, où je me suis alors intéressé à la relation entre la volatilité et la saisonnalité. On constate par exemple que, si le mois d'octobre est le mois boursier le plus volatil de l'année, ce n'est pas un hasard: il suit septembre, une période cruciale par excellence, car elle permet aux investisseurs d'évaluer si oui ou non l'entreprise tiendra ses objectifs de fin d'année, et d'agir en conséquence.

**J.-E. D.:** D'autre part – et tous les professionnels le savent – le marché a tendance à avoir une relation inverse avec sa volatilité. La différence entre la volatilité implicite et la volatilité attendue par le marché dans les 4 à 6 semaines qui suivent agit comme une espèce de prime de risque. Lorsque cette prime de risque monte, le marché baisse, et vice-versa. De fait, il y a beaucoup d'enseignements à tirer et de stratégies à développer à partir de cette relation et de la saisonnalité.

**M. D.:** On trouve une autre chose étonnante: le fait que le VIX\*, qui est l'indice de volatilité du

## Sell in May and go away

Dow Jones Seasonality  
1945 – 2006





## TWO MEN SHOW

Cousins issus de germain, Michel et Jean-Evrard Dominicé – respectivement 40 et 34 ans – partagent la même passion pour les marchés financiers. Ils ont aussi suivi le même cursus universitaire, en étudiant l'économie à l'Université de St Gall. Michel, plus orienté économétrie et statistiques, s'est consacré aux stratégies et à la gestion institutionnelle, notamment chez LODH & Cie, et Jean-Evrard, plus axé trading, a passé 7 ans dans les salles de marchés à Zurich et à Londres pour des banques comme Credit Suisse First Boston. C'est finalement en 2003 qu'ils fondent à Genève l'entreprise Dominicé & Co Asset Management et lancent leur premier fonds.

S&P à 30 jours, soit corrélé à 80% au S&P, indique que les fluctuations à court terme du marché actions sont principalement liées au risque perçu seulement pour les trente prochains jours. Il s'agit là d'une vision extrêmement myope et c'est tout le problème: vous avez des marchés qui sont corrélés à leur volatilité à court terme, alors qu'ils devraient l'être avec leur volatilité à long terme. C'est une énorme aberration, sur la base de laquelle j'ai finalement obtenu – en 2002 – un modèle quantitatif fiable, axé sur la relation entre l'indice VIX et le S&P, sur lequel nous avons construit en 2003 un single hedge fund (*non enregistré en Suisse, n.d.l.r.*), conçu au départ comme un pur market timing.

### Pourquoi avoir changé de stratégie par la suite?

**J.-E. D.:** Nous nous sommes rendu compte que nous pouvions appliquer une stratégie qui offrait des résultats supérieurs à ceux du market timing: l'arbitrage de volatilité. Nous avons donc changé le prospectus du hedge fund en mai 2004 et, depuis lors, nous n'appliquons plus que cette stratégie.

### Comment procédez-vous?

**M. D.:** Alors que la plupart des hedge funds qui font de l'arbitrage de volatilité recourent à des options, nous utilisons les futures de volatilité, dont nous sommes d'ailleurs le leader mondial. Cette utilisation nous a permis de connaître un mois positif en février dernier, alors que nos concurrents perdaient de l'argent. Grâce à nos performances, nous avons rapidement connu un franc succès, et gérons actuellement 230 millions de francs dans notre single hedge fund.

feuilles, il se devait aussi d'être largement diversifié aussi bien en actions qu'en Treasury Bonds, dans des proportions pouvant varier de 20 à 80% du portefeuille.

**J.-E. D.:** En effet, nous n'avions pas de produits susceptibles d'être distribués au grand public, alors que nous obtenions toujours de très bons résultats en gestion market timing. D'où l'idée de créer un deuxième fonds de droit suisse – avec l'aide de Fidfund (notre administrateur) et de la BCV (notre banque dépositaire) – qui exploite ces opportunités.

### Comment ce fonds est-il géré?

**M. D.:** En mélangeant les deux approches, le market timing et l'analyse de volatilité, et en utilisant – là aussi – des futures, ce qui nous permet d'être extrêmement rapides, très bon marché et de pouvoir garder l'essentiel de nos actifs en francs suisses, déposé en placements fiduciaires. L'exposition au dollar reste donc minimale, ce qui nous évite d'avoir à hedger la monnaie. Cette technique nous permet de gérer le portefeuille de manière saisonnière à moindre coût. Comme c'est aussi une gestion relativement facile à appliquer – pas de stock picking, pas de hedging –, nous rétrocédons ces avantages économiques aux clients; en effet, notre commission de gestion n'est que de 1% «all in fee». Cerise sur le gâteau, le fait d'éviter le risque dollar permet de réduire d'un tiers la volatilité du fonds, soit à 10% plutôt que 15% pour un investisseur calculant ses performances en francs suisses.

**J.-E. D.:** Un autre avantage important des futures, principalement sur les Treasury Bonds, c'est qu'elles ne sont pas soumises aux taxes. On supprime ainsi l'impôt anticipé américain,

**Tout le monde connaît le principe de la saisonnalité des marchés, mais personne ne l'applique vraiment.**

### En juin 2006, vous avez lancé un autre fonds, le Nostradamus...

**M. D.:** Nous avons senti chez nos clients le besoin d'avoir au cœur de leur portefeuille un fonds en francs suisses diversifié, performant, peu risqué et basé sur des modèles ayant fait leurs preuves, le tout géré activement et à peu de frais. Nous avons aussi constaté que l'approche scientifique de la gestion attire de plus en plus de gens déçus par le sempiternel discours des banques sur le stock picking. Comme le principal marché mondial et l'indice le plus diversifié sont américains, il était normal de dédier notre fonds aux Etats-Unis. S'agissant d'un produit destiné à être au centre des porte-

tant sur les dividendes que sur les coupons, et on peut transformer tous ces revenus en plus-value, défiscalisée en Suisse. Cela permet de raviver l'intérêt des investisseurs pour cette classe d'actifs fondamentale, car totalement décorrélée du marché actions, mais dont la performance est généralement anéantie par le poids des taxes.

*Propos recueillis par Selim R. Cbanderli*

\* Symbole boursier du «Chicago Board Options Exchange Volatility Index», parfois surnommé «l'indice de la peur», car il mesure les attentes du marché en matière de volatilité pour le mois qui suit.