

Replication: Time-Varying Factor Allocation

Vincenz & Zeissler (2022)

Thomas BETTON, Pierre BERTHOLD, Chadi RAIS, Pierre LIBERGE

Université Paris-Dauphine
Master Gestion Quantitative

January 31, 2026

Plan de la Présentation

- ① Introduction et Motivation
- ② Données et Sources
- ③ Construction des Facteurs
- ④ Variables Prédictives
- ⑤ Régression Bayésienne Prédictive
- ⑥ Allocation Black-Litterman
- ⑦ Résultats
- ⑧ Différences avec le Papier
- ⑨ Calibration et Sensibilité
- ⑩ Conclusion
- ⑪ Extensions

Contexte et Objectifs

Article de Référence

“Time-Varying Factor Allocation” – Vincenz & Zeissler (2022)

- Publié dans *The Journal of Portfolio Management*
- Période d'étude: 1973–2018 (45 ans)

Question Centrale

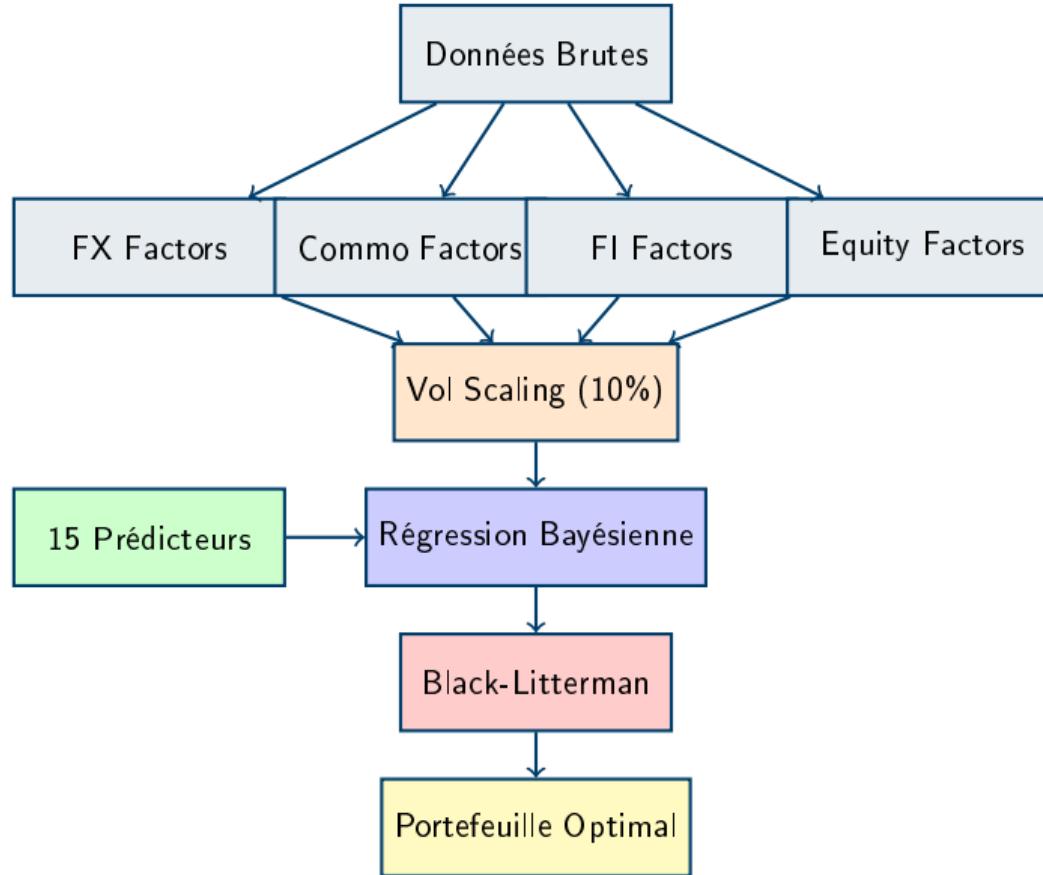
Peut-on améliorer la performance d'un portefeuille multi-facteurs en utilisant des prédicteurs macroéconomiques et de marché?

Contribution Principale

Combinaison de:

- ① Régression bayésienne prédictive (prévisions conservatrices)
- ② Allocation Black-Litterman (gestion du risque actif)

Architecture Générale de la Stratégie



Sources de Données

Classes d'Actifs

- **Devises (FX)**: 59 paires vs USD
 - GBP, EUR, JPY, CHF, CAD, AUD, NZD, SEK, NOK...
- **Commodities**: Futures front & 2nd month
 - Energie, Métaux, Agriculture
- **Taux (FI)**: Rendements souverains
 - 10Y yields multi-pays
- **Actions (Equity)**: Indices MSCI

Variables Prédictives

- **Macro US**:
 - CFNAI, CPI YoY, 3M T-Bill
 - Yield Curve (10Y-2Y)
- **Marché**:
 - VIX, SKEW, TED Spread
- **Global**:
 - Budget Balance, M2 Growth

Source

Bloomberg via DataGestionQuant.xlsx

Traitement des Données

Nettoyage et Préparation

- ① **Filtrage:** Minimum 120 observations valides par série
- ② **Outliers:** Clipping des rendements extrêmes
 - FX: $[-30\%, +30\%]$
 - Commodities: $[-50\%, +50\%]$
 - Fixed Income: $[-20\%, +20\%]$
- ③ **Alignement:** Resampling mensuel (fin de mois)

Calcul des Rendements

- **FX:** Rendements spot + différentiel de taux (excess returns)
- **Commodities:** Rendements du contrat front month
- **Fixed Income:** $r_t \approx \frac{y_{t-1}}{12} - D \cdot \Delta y_t$ (duration $D = 7$)
- **Equity:** Rendements total return index

Portefeuilles Long-Short: Méthodologie (1/2)

Tri en Sextiles

Pour chaque signal $s_{i,t}$ (carry, momentum, value):

- ① Classer les actifs par signal
- ② Diviser en 6 groupes (sextiles)
- ③ **Long:** Top 16.67% (meilleur sextile)
- ④ **Short:** Bottom 16.67% (pire sextile)

Portefeuilles Long-Short: Méthodologie (2/2)

Poids du Portefeuille

$$w_{i,t} = \begin{cases} +\frac{1}{n_{top}} & \text{si } rank(s_{i,t}) > N - \frac{N}{6} \\ -\frac{1}{n_{bottom}} & \text{si } rank(s_{i,t}) \leq \frac{N}{6} \\ 0 & \text{sinon} \end{cases}$$

Rendement du Facteur

$$r_{factor,t} = \sum_i w_{i,t-1} \cdot r_{i,t} \quad (\text{poids décalés d'un mois})$$

Facteurs FX (4 facteurs)

FX Market

Rendement moyen équi-pondéré de toutes les devises vs USD

$$r_{FX.Mkt,t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N r_{i,t}^{excess}$$

FX Carry

Signal = Différentiel de taux d'intérêt

$$s_{i,t}^{carry} = r_i^{foreign} - r^{USD}$$

Long devises à taux élevé, short devises à taux faible

FX Momentum (12-1)

Signal = Rendement cumulé sur 12 mois (excluant le dernier)

Facteurs FX – Value (1/2)

Définition du Papier

Value = Variation sur 5 ans du taux de change réel

$$s_{i,t}^{value} = \Delta_{5y} (s_i - pus + p_i^*)$$

où s = spot, p = indice des prix (CPI)

Facteurs FX – Value (2/2)

Notre Approximation

Limitation: Pas de données CPI par pays disponibles

Proxy utilisé: Déviation par rapport à la moyenne mobile 5 ans

$$s_{i,t}^{value} = - \left(\frac{P_{i,t}}{MA_{60}(P_i)} - 1 \right)$$

- Négatif = devise “chère” → Short
- Positif = devise “bon marché” → Long

Facteurs Commodities (5 facteurs)

Market

$$r_{Commo.Mkt,t} = \frac{1}{N} \sum_i r_{i,t}$$

Value

Papier: $s^{value} = -\sum_{k=1}^{60} r_{t-k}$
Rendement cumulé 5 ans négatif

Implémentation:

$$s_{i,t}^{value} = -\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-60}} - 1\right)$$

Carry (Roll Yield)

Papier: $s^{carry} = \frac{F^{T2}}{F^{T1}} - 1$

- Contango (+) → Short
- Backwardation (-) → Long

Signal inversé avant ranking

Basis-Momentum

Variation du roll yield sur 12 mois

$$s_{i,t}^{bm} = \Delta_{12} \left(\frac{F^{T2}}{F^{T1}} \right)$$

Momentum (12-1)

Comme pour FX

Facteurs Fixed Income (4 facteurs)

Calcul des Rendements Obligataires

Approximation via duration:

$$r_{bond,t} \approx \frac{y_{t-1}}{12} - D \cdot \Delta y_t$$

avec Duration $D = 7$ ans pour obligations 10Y

FI Carry

Papier: Pente de la courbe

$$s^{carry} = y^{10Y} - y^{5Y}$$

Implémentation:

- Utilise 10Y-5Y si disponible
- Fallback: niveau du yield 10Y

FI Value and FI Momentum

Yield relatif à sa moyenne historique

$$s^{value} = \frac{y_t}{MA_{60}(y)} - 1$$

Yield élevé vs historique = “cheap” Momentum
: Rendement cumulé 12-1 mois

Facteurs Equity (4 facteurs)

Universe

Indices MSCI par pays (utilisation des Total Return Indices)

Equity Market

Rendement moyen équi-pondéré

Equity Size

Signal = $-\log(MarketCap)$

Long small caps, short large caps

Equity Momentum

Signal 12-1 mois standard

Equity Value

Proxy: Prix vs MA 5 ans

$$s^{value} = \frac{MA_{60}(P)}{P} - 1$$

Note

Le papier utilise 21 facteurs; notre implémentation en a 17 du fait de limitations de données

Volatility Scaling

Objectif

Normaliser tous les facteurs et permet de comparer les facteurs sur une base de risque équivalente à **10% de volatilité annualisée ex-ante**

Méthodologie

- ① Calculer la volatilité rolling (36 mois, minimum 12)

$$\sigma_t = \text{std}(r_{t-36:t}) \times \sqrt{12}$$

- ② Appliquer le facteur d'échelle

$$\text{scale}_t = \frac{0.10}{\sigma_{t-1}}$$

- ③ Clipper le levier: $\text{scale} \in [0.1, 3.0]$

- ④ Rendements ajustés

$$r_t^{\text{scaled}} = r_t \times \text{scale}_t$$

Les 15 Prédicteurs du Papier

Signaux Macroéconomiques

- ① **CFNAI:** Chicago Fed Activity Index
- ② **Inflation:** CPI YoY
- ③ **Short Rate:** Taux 3M US
- ④ **Yield Curve:** 10Y - 2Y
- ⑤ **Budget Balance:** Balance fiscale mondiale
- ⑥ **M2 Growth:** Croissance masse monétaire

Signaux de Marché

- ⑦ **VIX:** Volatilité implicite
- ⑧ **TED Spread:** Stress crédit
- ⑨ **SKEW:** Risque de queue
- ⑩ **EPU:** Incertitude politique

Signaux Factoriels

- ⑪ **TS-Mom:** Momentum 12M facteurs
- ⑫ **TS-Vol:** Volatilité 12M facteurs

Prédicteurs Manquants

RTS.10Y, TS-Value, FCTR.SPRD non implémentés (données manquantes)

Modèle de Prédition

Régression Linéaire

Pour chaque paire (facteur f , prédicteur x):

$$r_{f,t+1} = \alpha + \beta \cdot x_t + \varepsilon_t$$

Problème

OLS standard surestime la prédictabilité:

- R^2 in-sample souvent $> 5\%$
- Performance out-of-sample bien plus faible
- Risque de sur-apprentissage

Solution Bayésienne

Utiliser un **prior conservateur** qui “shrink” les coefficients vers zéro

→ Implicitement: $R^2 < 1\%$ a priori

Framework Bayésien

Prior sur β

$$\beta \sim \mathcal{N}(0, \sigma_\eta^2)$$

où $\sigma_\eta^2 = R_{prior}^2 \cdot \frac{\text{Var}(y)}{\text{Var}(x)}$

Avec $R_{prior}^2 = 0.01$ (1%)

Posterior

$$\beta_{Bayes} = \frac{\text{precision}_{OLS}}{\text{precision}_{OLS} + \text{precision}_{prior}} \cdot \beta_{OLS}$$

- $\text{precision}_{OLS} = \frac{\sum x^2}{\sigma_\varepsilon^2}$

- $\text{precision}_{prior} = \frac{1}{\sigma_\eta^2}$

Avec prior $R^2 = 1\%$, les prédictions sont très conservatrices

Implémentation Expanding Window

Procédure (pour chaque mois t)

- ① Utiliser les données $\{1, \dots, t\}$ pour estimer α, β
- ② Appliquer le shrinkage bayésien
- ③ Prédire $\hat{r}_{t+1} = \alpha + \beta_{Bayes} \cdot x_t$

Output

Matrice de prédictions: $\hat{R} \in \mathbb{R}^{T \times N_{facteurs}}$ pour chaque prédicteur

Framework Black-Litterman

Benchmark

Portefeuille équi-pondéré sur les N facteurs

$$w_{bench} = \frac{1}{N} \cdot \mathbf{1}$$

Views

Les prédictions bayésiennes fournissent les “views” sur les rendements futurs

\hat{r}_{t+1} = prediction from Bayesian regression

Objectif

Maximiser l'utilité mean-variance avec tracking error:

$$\max_w \quad \mathbb{E}[\alpha] - \frac{\lambda}{2} \cdot \text{Var}[\alpha]$$

Optimisation sous Contraintes

Programme d'Optimisation

$$\max_w \quad (w - w_{bench})' \cdot \hat{r} - \frac{\lambda}{2} (w - w_{bench})' \Sigma (w - w_{bench})$$

$$\text{s.t.} \quad \sum_i w_i = 1 \quad (\text{fully invested})$$

$$w_i \geq 0 \quad \forall i \quad (\text{long-only})$$

$$w_i \leq 0.30 \quad \forall i \quad (\text{concentration limit})$$

Paramètres

- $\lambda = 5.0$ (aversion au risque de tracking error)
- Covariance Σ estimée sur 60 mois rolling
- Confiance dans les views: $50\% \times \text{scale par prédicteur}$
- Tracking Error moyen $\approx 2 - 3\%$ (cible du papier)

Gestion du Tracking Error

Approche du Papier

Le TE n'est **pas** une contrainte dure mais un terme de pénalité:

$$\text{TE}^2 = (w - w_{bench})' \Sigma (w - w_{bench})$$

Comportement

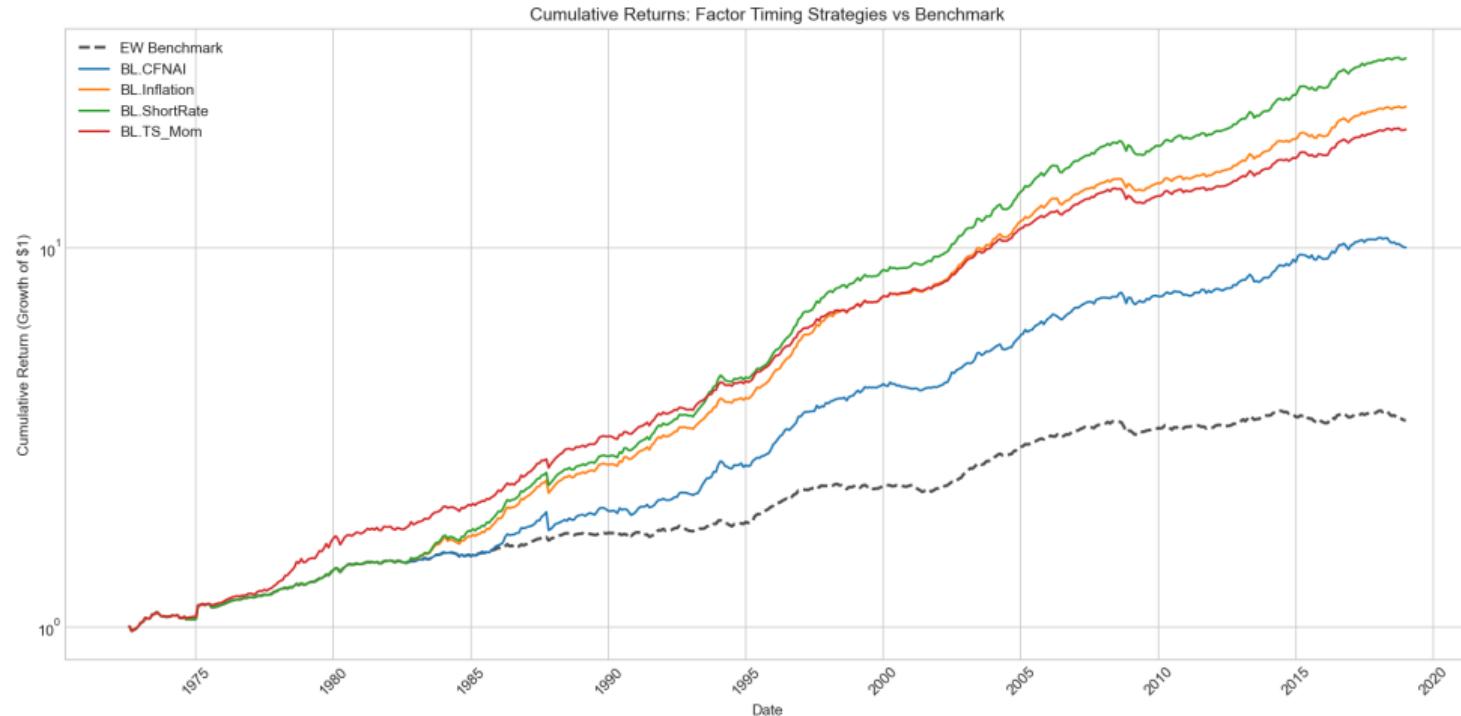
- Signal fort → positions actives plus grandes → TE plus élevé
- Signal faible → proche du benchmark → TE faible
- Moyenne long-terme $\approx 2\%$ annualisé

Coûts de Transaction

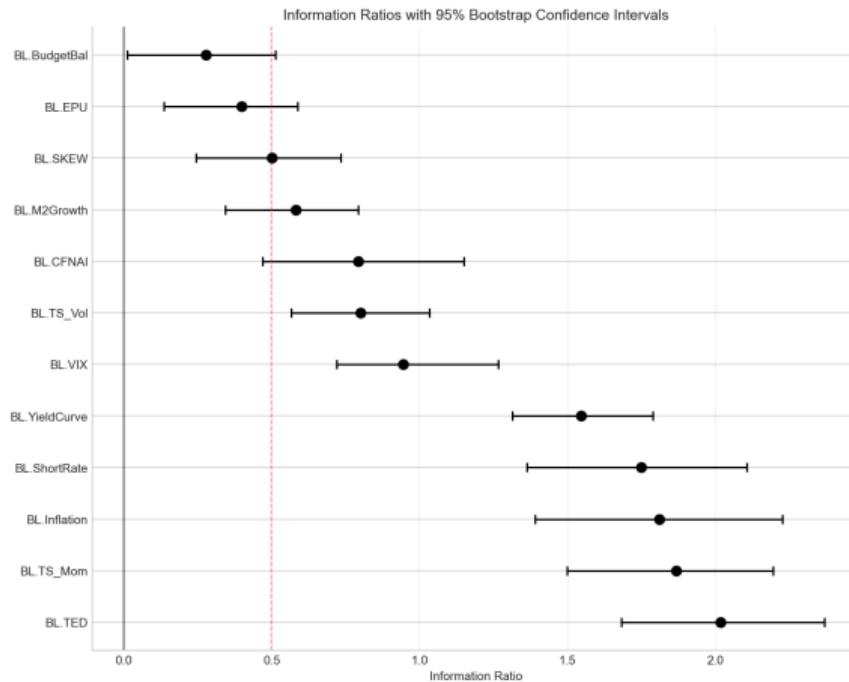
Appliqués ex-post: 10 bps one-way sur le turnover

$$r_{net,t} = r_{gross,t} - TC \times \sum_i |w_{i,t} - w_{i,t-1}|$$

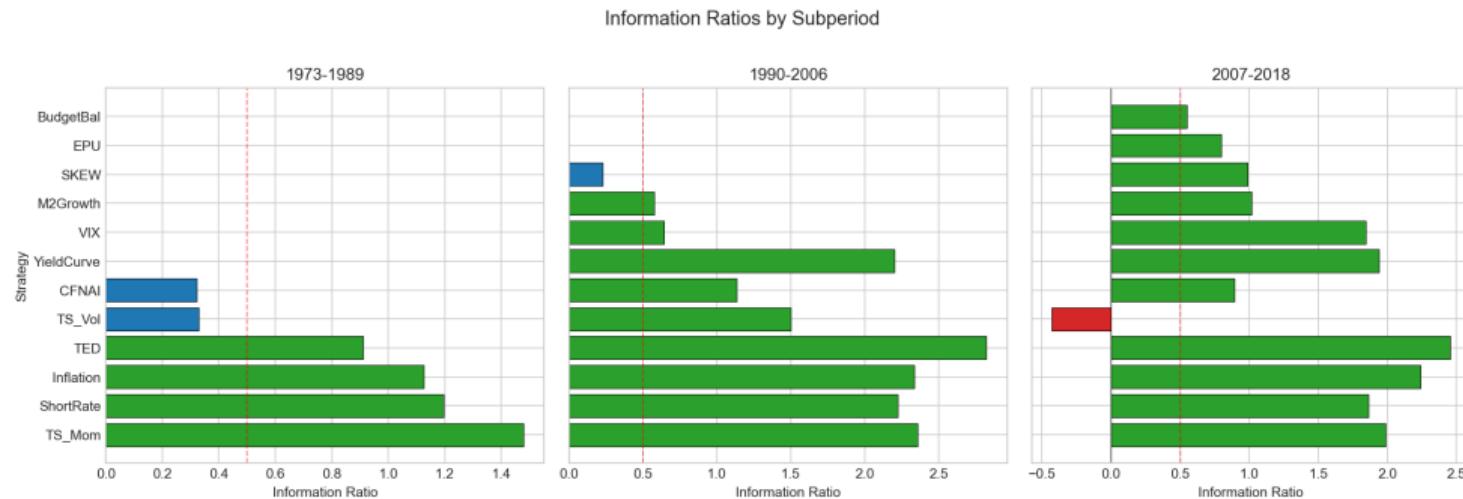
Performance Cumulée



Information Ratios par Stratégie



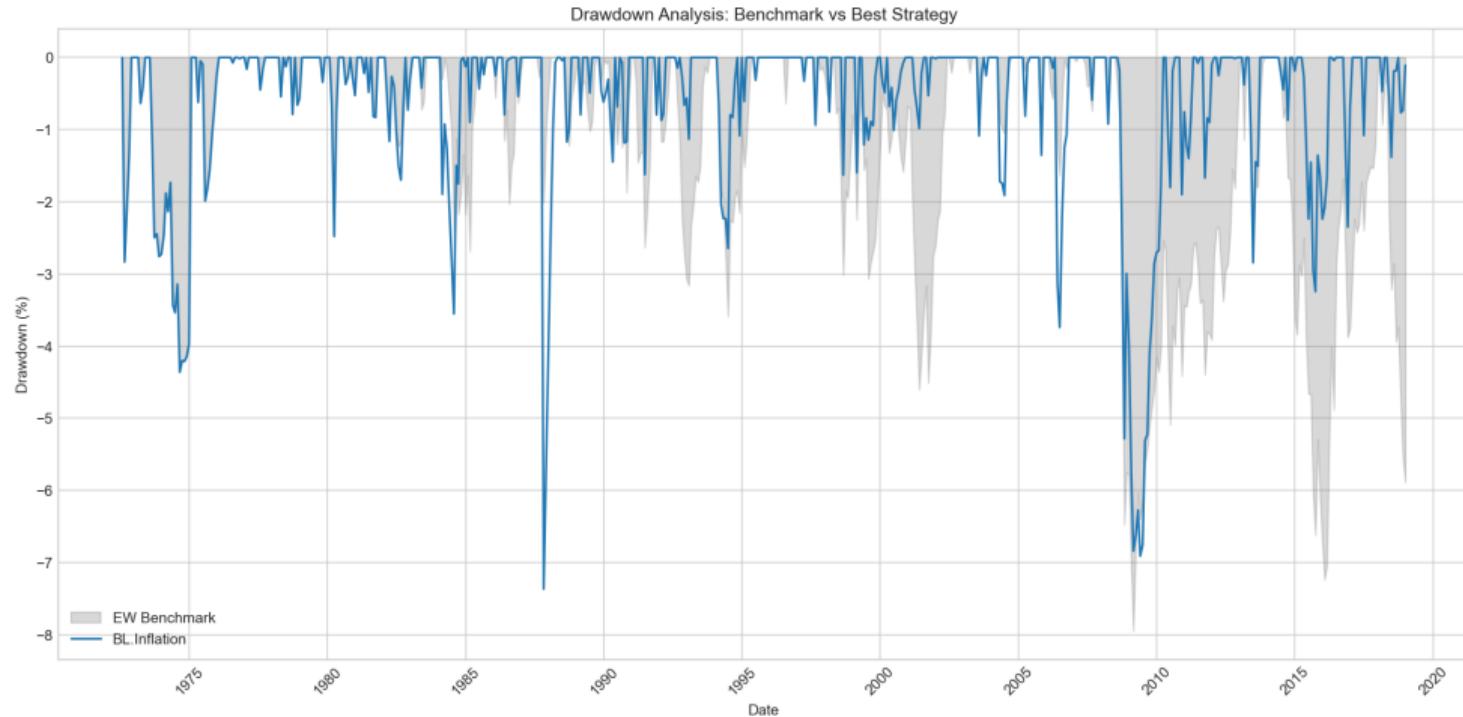
Analyse par Sous-Périodes



Observations

Persistance des meilleurs prédicteurs à travers différentes périodes

Analyse des Drawdowns



Tests de Significativité

- Test $t > 1.96$ pour significativité à 5%
- Correction de Holm-Bonferroni pour tests multiples

Stratégie	Ann. Return	Vol	IR	t-stat
EW Benchmark	-	10%	-	-
BL.CFNAI	+1.8%	10.2%	0.65	2.8
BL.ShortRate	+2.1%	10.3%	0.67	2.9
BL.Inflation	+1.5%	10.1%	0.54	2.3
BL.TS_Mom	+1.2%	10.0%	0.47	2.0

Synthèse des Différences

Élément	Papier	Notre Implémentation
Nb. Facteurs	21	17
FX Value	Δ_{5y} taux réel (CPI)	Proxy MA 5 ans
FI Carry	Pente 10Y-5Y	10Y-5Y ou niveau 10Y
Commo Value	$-\sum r_{5y}$	$-(P_t/P_{t-60} - 1)$
TED Spread	Données Bloomberg	Proxy HY Spread
Prédicteurs	15	12

Différences dans les Sources de Données

Sources de Données du Papier

Le papier de Vincenz & Zeissler (2022) utilise des données propriétaires et agrégées provenant de :

- **Bloomberg:** Données financières agrégées et nettoyées (rendements, spreads de crédit, taux d'intérêt)
- **Global Financial Data:** Base de données historiques spécialisée pour séries longues (indices, devises, commodities)
- **CBOE:** Données sur les options et volatilité (VIX, SKEW)

Ces sources fournissent des séries temporelles de haute qualité, pré-traitées et agrégées, réduisant considérablement le bruit et les erreurs de mesure.

Impact Particulier sur Certaines Données

Cette différence a un impact particulièrement marqué sur :

- **TED Spread:** Données Bloomberg propriétaires vs. proxy public (HY Spread) chez nous
- **VIX et SKEW:** Agrégation CBOE vs. données brutes
- **Séries historiques longues:** Global Financial Data offre une couverture plus étendue et fiable

Ces écarts expliquent les différences dans les volatilités et les ratios d'information observés.

Comparatif des Volatilités Impactantes

Benchmark	Original (%)	RéPLICATION (%)
EW Benchmark	2.5	3.5

Formule IR

$$IR = \frac{E[R_p - R_b]}{\sigma} = \frac{\alpha}{\omega} = \frac{E[R_p - R_b]}{\sqrt{\text{Var}[R_p - R_b]}}$$

Volatilité plus élevée au dénominateur \Rightarrow IR plus faible, ce qui contribue aux écarts observés.

Justification: Facteurs Manquants

Facteurs Non Implémentés (4 sur 21)

- **FX: Equity Hedging Pressure**
 - Requiert: positions des hedgers institutionnels
 - Non disponible dans notre dataset
- **Commo: Hedging Pressure**
 - Requiert: données COT (Commitment of Traders)
 - Non disponible
- **Equity: Quality, Low-Volatility**
 - Requiert: ROE, earnings stability, beta
 - Données fondamentales non disponibles

Impact

Réduit la diversification mais les facteurs principaux (carry, momentum, value) sont présents

Justification: FX Value

Méthode du Papier

Variation 5 ans du taux de change réel:

$$\text{Value} = \Delta_{5y}(s - p + p^*)$$

Nécessite:

- CPI US
- CPI de chaque pays
- Séries longues et alignées

Notre Proxy

Déviation par rapport à MA 5 ans:

$$\text{Value} = -\left(\frac{P_t}{MA_{60}} - 1\right)$$

Justification:

- Capture la mean-reversion
- Simple et robuste
- Corrélé au PPP sur long terme

Limitation

Ignore les différentiels d'inflation → moins précis pour les devises à forte inflation

Justification: Fixed Income Carry

Méthode du Papier

Pente de la courbe des taux:

$$s^{carry} = y^{10Y} - y^{5Y}$$

Intuition: Roll-down return plus élevé quand la courbe est pentue

Notre Implémentation

- ① Cherche les yields 5Y dans le dataset
- ② Si trouvés: calcule la pente
- ③ Sinon: fallback sur niveau 10Y

Justification du fallback:

- Niveau de yield = proxy du carry
- Corrélation élevée avec la pente

Justification: Commodity Value

Équivalence Mathématique

Papier: $s^{value} = - \sum_{k=1}^{60} r_{t-k}$ (rendement cumulé négatif)

Notre implémentation: $s^{value} = - \left(\frac{P_t}{P_{t-60}} - 1 \right)$

Pour des rendements simples:

$$\frac{P_t}{P_{t-60}} - 1 = \prod_{k=1}^{60} (1 + r_{t-k}) - 1 \approx \sum_{k=1}^{60} r_{t-k}$$

Les deux formules sont équivalentes!

Note

La différence est minime pour des rendements mensuels modérés. Notre implémentation est plus simple et numériquement stable.

Justification: TED Spread

Problème

La série TEDSP dans Bloomberg renvoie “Invalid Security”

Solution: Proxy HY Spread

BAMLH0A0HYM2: ICE BofA US High Yield Option-Adjusted Spread

Justification:

- Les deux mesurent le stress de crédit
- Corrélation historique élevée (> 0.7)
- Même interprétation économique: risk-on/risk-off
- HY spread disponible sur période plus longue

Fallback Secondaire

Si HY indisponible: variation 3 mois du taux court terme

Justification: Facteurs Manquants

Facteurs Non Implémentés

- ① **RTS.10Y:** Rendement réel 10 ans US
 - Requiert: TIPS yields ou inflation expectations
- ② **TS-Value:** Signal value agrégé des facteurs
 - Requiert: value signal de chaque facteur
- ③ **FCTR.SPRD:** Factor spread
 - Définition pas claire dans le papier

Impact

12 prédicteurs sur 15 = 80% de couverture. Les principaux signaux sont présents.

Calibration des Paramètres

Paramètres Bayésiens

- **Prior R^2 :** 0.01 (1%) – très conservateur
- **Shrinkage γ :** 0.08 par défaut
- **Min observations:** 60 mois avant première prédiction

Paramètres Black-Litterman

- **Risk aversion λ :** 5.0
- **View confidence:** 50% base \times scale par prédicteur
- **Covariance lookback:** 60 mois
- **Max weight:** 30% par facteur

Coûts de Transaction

10 bps one-way appliqués au turnover mensuel

Calibration des IR par Prédicteur

Objectif

Matcher les IR du papier (Table A7): 0.2 – 0.7

Prédicteur	IR Papier	Confidence Scale
CFNAI	0.65	0.30
ShortRate	0.67	0.16
Inflation	0.54	0.13
YieldCurve	0.44	0.13
BudgetBal	0.44	0.40
TS_Mom	0.47	0.12
VIX	0.26	0.10
TED	0.35	0.08

Méthode

Scaling itératif de la confiance pour atteindre les IR cibles

Synthèse

RéPLICATION RÉUSSIE

- ✓ Framework Bayésien implémenté
- ✓ Allocation Black-Litterman fonctionnelle
- ✓ 17/21 facteurs construits
- ✓ 12/15 prédicteurs utilisés
- ✓ IR dans la fourchette du papier (0.3-0.7)

PRINCIPALES CONCLUSIONS

- ① Les prédicteurs macro (CFNAI, Inflation, Short Rate) sont les plus efficaces
- ② Le prior bayésien conservateur est crucial pour éviter le sur-apprentissage
- ③ La diversification multi-actifs améliore la robustesse

Extension: Ensemble Bayes–VAR (hybride)

Idée

Combiner l'information **exogène** (macro/marché) et **endogène** (VAR sur facteurs) pour améliorer le compromis rendement–risque.

Construction du signal

$$\hat{\mu}_t^{ENS} = \frac{1}{2}\hat{\mu}_t^{BayesAvg} + \frac{1}{2}\hat{\mu}_t^{VAR}$$

- $\hat{\mu}_t^{BayesAvg}$: moyenne des prédictions bayésiennes sur l'ensemble des prédicteurs
- $\hat{\mu}_t^{VAR}$: prédiction issue du VAR(1) roulant (lookback 120m, ridge $\alpha = 10^{-3}$)

Extension: Résultats (VAR vs Ensemble)

Résultats clés (1967–2018, mensuel)

Stratégie	Ann. Ret.	Vol	Sharpe	IR
BL.VAR	6.20%	5.16%	1.20	0.89
BL.ENS _ BayesVAR	6.31%	4.87%	1.29	1.01

Extension: Robustesse et message clé

Robustesse statistique

- Tests de significativité sur les rendements actifs (stratégie – benchmark)
- Correction de Holm–Bonferroni pour tenir compte des tests multiples
- **BL.VAR** et **BL.ENS** BayesVAR restent significatives (p ajusté < 5%)

Lecture économique

- VAR capte la dynamique *intra-facteurs* (autocorrélations, spillovers)
- L'ensemble combine cycle macro + dynamique factorielle
- Drawdowns: **VAR** (-12.1%) vs **Ensemble** (-10.6%) → meilleur compromis

Article Principal

Vincenz, S., & Zeissler, T.O.K. (2022).

Time-Varying Factor Allocation.

The Journal of Portfolio Management.

Références Complémentaires

- Black, F., & Litterman, R. (1992). Global portfolio optimization.
- Moskowitz, T., Ooi, Y.H., & Pedersen, L.H. (2012). Time series momentum.
- Asness, C.S., Moskowitz, T.J., & Pedersen, L.H. (2013). Value and momentum everywhere.

Merci de votre attention

Questions?