



Amit Goyal

Professeur de finance à l'Université de Lausanne et titulaire d'une chaire au SFI. Il a obtenu son doctorat en finance à UCLA. Ses recherches portent sur l'évaluation empirique des actifs financiers.

Les prévisions financières

Les prévisions, qu'elles soient faites par un haruspice qui examine les entrailles d'un animal sacrifié ou par un économètre qui transpose une matrice, ont toujours eu un rôle à la fois essentiel et mystérieux dans notre société. Le désir de l'humanité à vouloir prévoir l'avenir est intrinsèquement lié à son ambition de le manipuler. Aujourd'hui, la presse et le grand public considèrent les économistes comme des prévisionnistes. Bien qu'il s'agisse d'une caricature de la profession, il est vrai que de nombreux économistes cherchent à faire des prévisions de qualité. La qualité d'une prévision est basée à la fois sur sa précision et sa capacité à expliquer son résultat. Tant que les décisions financières seront prises par des êtres humains, qui peuvent être vus comme des atomes et des molécules rebondissant les uns contre les autres, il conviendra de se contenter de prévisions qui sont précises au niveau de la moyenne.

Quelles approches sont utilisées pour les prévisions des rendements financiers?

Les prévisions financières sont généralement réalisées à l'aide de modèles de régression. Il existe deux courants de pensée quant à l'approche à employer: l'approche transversale qui considère plusieurs titres à un moment donné et l'approche chronologique qui considère un seul titre sur plusieurs périodes.

Quelles sont les différences entre ces deux approches?

Dans le cadre d'une stratégie de momentum basée sur l'approche transversale, les investisseurs prennent des positions longues sur les actifs dont le rendement est supérieur au rendement transversal moyen et des positions courtes sur ceux dont le rendement est inférieur. Une stratégie transversale est donc une stratégie d'investissement de type zéro net, puisque pour chaque dollar investi dans la position longue, un dollar est désinvesti de la position courte. Dans une stratégie de momentum basée sur l'approche chronologique les investisseurs prennent des positions longues sur les actifs affichant des rendements supérieurs à zéro et des positions courtes sur ceux affichant des rendements inférieurs à zéro. Une telle stratégie est donc de type long net lorsque le marché est haussier et de type court net lorsque le marché est baissier.

Des résultats empiriques portant sur les actions cotées au NYSE entre 1946 et 2013 révèlent, en choisissant les actions sur la base de leurs performances au cours des douze derniers mois et en les conservant durant un mois, que l'approche transversale offre un rendement annuel de 5%, alors que l'approche chronologique affiche un rendement

annuel de 9%. Malgré cela, il est impossible de conclure qu'une approche soit plus performante que l'autre, car ces deux approches reposent sur des bases d'investissement différentes.

Comment rendre les approches transversale et chronologique comparables?

Le principal problème à résoudre concerne la différence de financement entre les deux approches. Comme expliqué, l'approche transversale est une stratégie d'investissement de type zéro net, tandis que l'approche chronologique consiste à prendre des positions longues nettes ou courtes nettes et peut donc nécessiter un financement tiers. Compte tenu de la forte croissance du NYSE au cours de la période considérée, le portefeuille construit selon l'approche chronologique affichait une position longue nette sur des actifs risqués. Comme la prime de risque associée aux actifs risqués était positive au cours de cette période en question, le portefeuille construit selon l'approche chronologique a généré des rendements supplémentaires grâce à sa position longue nette. Pour placer ces deux approches sur pied d'égalité, il est nécessaire d'ajuster le rendement obtenu avec la stratégie transversale pour tenir compte du risque et rendement supplémentaires de l'approche chronologique.

Que peut-on en conclure quant à la qualité de prévision des rendements?

Une nouvelle analyse révèle que l'approche transversale ajustée affiche un rendement annuel de 9% au lieu de celui de 5% précédemment calculé. Ce rendement transversal ajusté est donc similaire à celui obtenu avec l'approche chronologique. Cette même conclusion, quant au rendement identique entre les deux approches, tient également lorsque d'autres périodes de sélection et de conservation d'actions sont considérées.

Quel est le meilleur outil pour prévoir prévisions financières?

Une partie de la littérature affirme que les investissements effectués selon l'approche chronologique sont plus profitables que ceux effectués selon l'approche transversale. Ceci est faux, tout simplement. Les modèles les plus récents montrent que les approches chronologique et transversale ajustée offrent la même qualité de prévision pour le rendement des actions. Dans le cadre de prévisions sur des actifs internationaux, les stratégies se basant sur l'approche chronologique sont moins performantes que celles se basant sur l'approche transversale ajustée.




Umberto Boccato

Responsable des investissements chez Mirabaud Asset Management. Il est titulaire d'un Bachelor en économie et d'un MBA de l'Université Loyola Marymount.


Mark Temnikov

Stratégiste-économiste chez Mirabaud Asset Management. Il est champion mondial du CFA Institute Research Challenge et titulaire d'un Bachelor en économie et d'un Master en finance de HEC Lausanne.

La diversification par les approches transversale et chronologique

Le professeur Amit Goyal et son coauteur comparent les performances de prédiction des rendements des stratégies d'investissement transversale et chronologique. Dans leur analyse, les auteurs expliquent que la meilleure performance de l'approche chronologique s'explique par le fait que sa position longue nette sur des actifs risqués rapporte un rendement supplémentaire. Les données montrent que, par rapport à l'approche transversale, l'approche chronologique bénéficie d'une synchronisation avec les marchés car ces derniers affichent en moyenne des performances positives au cours du temps. En réalité, lors du choix entre ces deux approches, les investisseurs doivent considérer l'exposition au risque et les implications en termes de diversification de chaque approche.

Toutes les stratégies ne sont pas créées avec une exposition risque-rendement équivalente

Une stratégie de momentum construite selon l'approche chronologique se concentre sur la performance absolue, c'est-à-dire l'achat de titres qui sont en hausse et la vente à découvert de ceux qui sont en baisse. Une stratégie de momentum construite selon l'approche transversale repose quant à elle sur un seuil de performance relatif basé sur le rendement moyen des titres en question. Bien que les deux approches génèrent de l'alpha, l'approche chronologique expose les investisseurs à un risque de marché. En effet, avec des positions courtes et longues équivalentes, l'approche transversale permet de réduire le risque beta. Le choix entre les approches dépend aussi des besoins en diversification des investisseurs. Par exemple, avec l'approche chronologique, les investisseurs bénéficieront d'une diversification qui varie en raison de l'exposition nette qui varie dans le temps. La combinaison des deux approches peut apporter des avantages en termes de diversification. En définitive le choix de l'approche dépend de l'environnement de marché.

L'importance et de la taille de la position et de la synchronisation avec le marché

En période de turbulence sur les marchés, les portefeuilles de types momentum affichent une performance médiocre. D'un point de vue quantitatif, la décomposition des rendements des actions en N facteurs montre qu'il existe avant tout un facteur de marché. Si ce

facteur présente une tendance positive, le choix de la stratégie devra alors se porter sur l'approche chronologique plutôt que transversale afin de bénéficier de l'autocorrélation positive des rendements du marché sur un horizon d'investissement adéquat. La littérature académique souligne aussi que l'approche transversale perd de son efficacité en raison de "l'effet de janvier". Finalement, l'approche chronologique n'impose aucune contrainte sur le nombre de positions gagnantes et perdantes au sein des portefeuilles, et puisque chaque position peut être négociée, la taille de chacune d'elle peut être inférieure à celles associées à l'approche transversale, où le nombre et la taille des positions dépendent des paramètres de la stratégie.

Ne mettez pas tous vos œufs dans le même style

Une autre raison incite les investisseurs à ne pas se détourner complètement de l'approche chronologique. En effet, les résultats montrent, par exemple, que le style momentum donne de meilleurs résultats avec l'approche chronologique, tandis que le style value fonctionne mieux avec l'approche transversale. Pour générer des rendements positifs dans toutes conditions de marché, les investisseurs devraient non seulement se diversifier dans les approches chronologique et transversale, mais aussi dans les styles et les classes d'actifs.

"La supériorité n'a jamais été assurée de manière perpétuelle"

Si du point de vue de cette contribution académique l'approche transversale ajustée semble supérieure en termes de performance, les choix des investisseurs doivent également prendre en compte la conjoncture du marché ainsi que son intensité et sa direction. De nombreuses recherches démontrent la bonne performance de stratégies mêlant les approches chronologique et transversale dans plusieurs pays, sur plusieurs classes d'actifs et pour divers horizons d'investissement. De futures recherches devraient considérer la corrélation des rendements en prenant en compte d'autres facteurs à même d'expliquer le marché. De tels facteurs ont un pouvoir explicatif important sur la différence de rendement calculé entre les deux méthodes et nécessitent d'être pris en compte par les investisseurs lors du choix entre les approches chronologique et transversale.

