

| Équipe des actions quantitatives mondiales Mackenzie

Libérer l'efficacité de l'alpha grâce à des stratégies d'extension actives

Les investisseurs institutionnels d'aujourd'hui font face à un double défi : la nécessité d'obtenir des rendements d'actions suffisants pour atteindre leurs objectifs à long terme, tout en atténuant le risque dans un marché de plus en plus concentré et volatil. Les stratégies traditionnelles à position acheteur uniquement offrent une large exposition au marché, mais ont souvent du mal à générer des rendements excédentaires sans introduire un risque de concentration. D'autre part, les stratégies de fonds de couverture, tout en visant à produire des rendements excédentaires plus élevés et une protection contre les replis boursiers, sont assorties de frais, d'un niveau de complexité et de contraintes de liquidité élevés, ce qui les rend moins accessibles à de nombreux investisseurs.

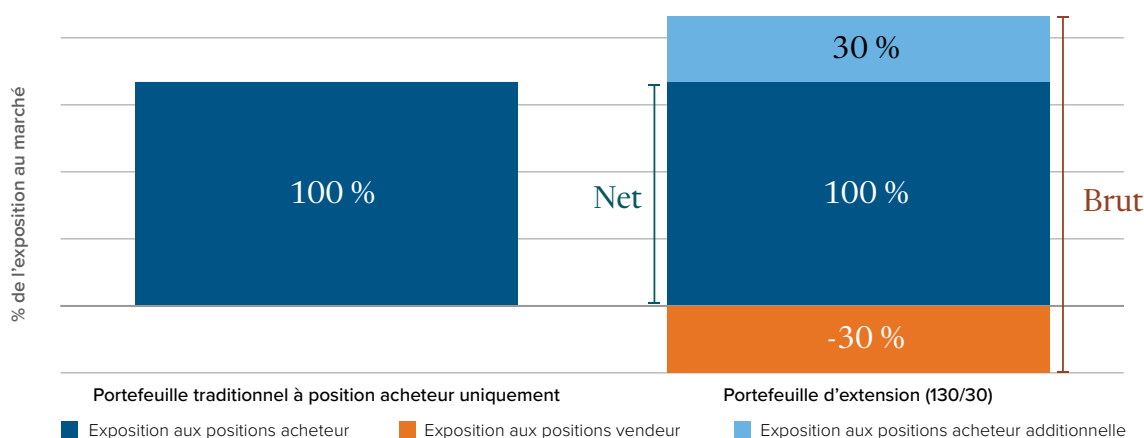
Cette situation a entraîné une demande croissante pour des stratégies d'actions non traditionnelles qui produisent des rendements plus élevés tout en maintenant une exposition complète au marché avec une gestion efficace du risque. Les stratégies d'extension ont émergé et sont perçues comme une option convaincante, comblant le fossé entre les portefeuilles traditionnels à position acheteur uniquement et les fonds de couverture, et offrant la souplesse nécessaire pour tirer parti d'un potentiel d'alpha plus élevé à partir des positions acheteur et vendeur, sans s'écarter de manière significative des paramètres de risque des mandats traditionnels.

Ce document explore le paysage en évolution des stratégies d'extension d'actions ainsi que la structure théorique et le fondement des stratégies d'extension actives, en se concentrant sur le profil de rendement corrigé du risque des stratégies par rapport aux approches traditionnelles à position acheteur uniquement. De plus, le document aborde les principaux défis opérationnels et de mise en œuvre, tout en clarifiant les idées fausses courantes que les investisseurs peuvent avoir sur les stratégies d'extension.

Définir la stratégie d'extension

Les stratégies d'extension permettent aux investisseurs d'adopter des positions acheteur et vendeur tout en conservant une exposition complète au marché (fournissant un bêta de 1). Un exemple courant est la stratégie 130/30, où 130 % de l'actif du portefeuille est investi dans des positions acheteur et 30 % dans des positions vendeur, ce qui se traduit par une exposition nette au marché de 100 %. Les produits des ventes à découvert (30 %) sont investis pour augmenter l'exposition à une position acheteur à 130 %. En conséquence, l'exposition brute au marché est amplifiée à 160 %, ce qui reflète l'exposition combinée totale aux positions acheteur et vendeur. D'autres variations, telles que 120/20 et 150/50, ajustent le niveau de la vente à découvert en fonction de l'appétit pour le risque et des objectifs d'alpha (rendement excédentaire).

FIGURE 1 – Stratégie traditionnelle de positions acheteur seulement par rapport à une exposition à une stratégie d'extension



L'objectif principal d'une stratégie d'extension est d'améliorer les rendements corrigés du risque en assouplissant les contraintes des portefeuilles traditionnels à position acheteur uniquement. Ces contraintes assouplies permettent aux gestionnaires d'exprimer leur point de vue à la fois sur les titres qui devraient enregistrer des rendements supérieurs et ceux qui devraient enregistrer des rendements inférieurs. Les gestionnaires peuvent ainsi tirer parti des fluctuations à la hausse et à la baisse des cours. Cela élargit également l'éventail d'occasions, ce qui peut accroître la génération d'alpha potentielle. Ces stratégies sont particulièrement avantageuses pour les gestionnaires quantitatifs, car leurs processus systématiques leur permettent de modéliser et de classer les titres dans l'ensemble de leur univers de placement, fournissant une liste restreinte de candidats à la fois acheteur et vendeur en sélectionnant les actions les mieux classées pour le portefeuille acheteur et les moins bien classées pour le portefeuille vendeur.



FIGURE 2 – Comparaison des paramètres de placement dans un éventail de stratégies, des stratégies indicielles passives et bonifiées aux approches d’extension active et acheteur/vendeur

	Stratégies passives	Stratégies actives					
		Indice bonifié	Extension	Axée sur l'indice de référence	Sans contraintes (opportuniste/spécialiste)	Neutre au marché	Positions acheteur/vendeur
Part active	0 %	Faible	Moyenne	Moyenne	Élevée	Élevée	Élevée
Exposition aux positions acheteur	100 %	100 %	110 % – 150 %	100 %	100 %	Variable	Variable
Exposition aux positions vendeur	S. O.	S. O.	10 % – 50 %	S. O.	S. O.	Variable	Variable
Plage habituelle de l'écart de suivi	<1%	<1%	3-7 %	2-6 %	>5 %	S. O.	S. O.
Cibles de rendement excédentaire	0 %	0,5-1 %	3 %	1-2 %	>3 %	3-5 %	>5 %
Cibles des ratio d'information	0,0	>1,0	>1,0	0,5-1,0	0,5-1,0	S. O.	S. O.
Bêta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,3-0,7

Nous cherchons à distinguer les stratégies d’extension des stratégies neutres au marché et des stratégies d’actions de positions acheteur/vendeur. Bien que ces approches partagent certaines caractéristiques, elles diffèrent quant aux paramètres financiers clés, tels que l’exposition nette et brute, et le bêta. Un des principaux avantages des stratégies d’extension est leur composante alpha transférable, qui offre aux investisseurs la souplesse nécessaire pour améliorer le potentiel de génération d’alpha au sein de leur portefeuille global sans modifier son exposition globale au marché ou son profil de risque.

En revanche, les stratégies neutres au marché conservent la même exposition aux positions acheteur et vendeur (p. ex. 100 % aux positions acheteur et 100 % aux positions vendeur), ce qui se traduit par une exposition nette de 0 % et une exposition brute de 200 %. En raison de leur conception, elles maintiennent généralement un bêta de zéro, dans le but de neutraliser le risque de marché et de générer des rendements absolus indépendamment de l’orientation du marché. Les stratégies de positions acheteur/vendeur offrent une plus grande souplesse pour ajuster l’exposition nette au marché. Selon le ratio des positions longues et courtes, ces stratégies peuvent avoir une position acheteur ou une position vendeur nette, ce qui permet aux gestionnaires d’exprimer des perspectives directionnelles sur le marché. Par conséquent, l’exposition nette peut aller d’une position vendeur nette (p. ex. 80 % de positions acheteur et 110 % de positions vendeur) à une position acheteur nette (p. ex. 120 % de positions acheteur et 50 % de positions vendeur), le bêta variant généralement de 0,3 à 0,7.



Évolution des stratégies d'extension

Les marchés baissiers du début des années 2000 ont poussé les investisseurs institutionnels à rechercher des approches novatrices pour générer de l'alpha dans un climat de volatilité de marché accrue. Cette réaction a conduit à l'émergence de stratégies à contraintes relâchées, notamment des stratégies neutres au marché, acheteur/vendeur et d'extension, étant donné que les investisseurs souhaitaient des méthodes d'élaboration de portefeuille plus souples, au-delà des mandats traditionnels à position acheteur uniquement.

Cependant, l'été 2007 a marqué un dénouement brusque et inattendu des transactions exagérément populaires dans les portefeuilles multistratégies et quantitatifs, dénouement déclenché par des appels de marge et des pressions de désendettement, ce qui s'est traduit par des pertes significatives dans les stratégies acheteur/vendeur et d'extension (en revanche, les récentes avancées en apprentissage automatique, en traitement du langage naturel et dans les outils de grands modèles de langage ont considérablement élargi les sources d'alpha pour les stratégies quantitatives, réduisant ainsi la probabilité de scénarios de positionnements similaires). Le délestage entraîné par les liquidités a érodé la confiance des investisseurs et a incité à un retrait temporaire des stratégies à levier financier et complexes en faveur de solutions plus simples et plus transparentes.

À la suite de cette crise, les stratégies d'extension ont progressivement connu un regain de popularité autour de 2011, soutenues par des avancées en gestion des risques, une transparence améliorée et une demande croissante de rendements plus élevés dans un environnement persistant de faibles rendements. Aujourd'hui, les stratégies d'extension sont souvent considérées comme un compromis entre les portefeuilles traditionnels à position acheteur uniquement et les fonds de couverture assortis d'un fort levier financier. En utilisant un niveau modéré de levier, ces stratégies offrent un potentiel de rendement corrigé du risque amélioré, tout en évitant les risques et les coûts élevés associés aux fonds de couverture. Leur profil de rendement et de risque équilibré continue d'attirer les investisseurs cherchant à améliorer le potentiel de rendement tout en préservant la transparence et le contrôle des risques.

Avantages de la relâche des contraintes à position acheteur uniquement

Les stratégies d'extension offrent des avantages convaincants qui vont au-delà d'un simple effet de levier. Bien que le financement par emprunt d'un portefeuille traditionnel à position acheteur uniquement puisse augmenter les rendements attendus, il augmente également proportionnellement le risque total, laissant le ratio d'information inchangé. En revanche, assouplir la contrainte à position acheteur uniquement augmente l'efficacité du risque en améliorant la manière dont les signaux alpha sont traduits en positions de portefeuille. Plutôt que de simplement rehausser l'exposition, les stratégies d'extension améliorent la mise en œuvre en permettant une expression plus complète des perspectives positives et négatives. Il en découle une plus grande confiance dans le pouvoir prédictif pour chaque unité de risque pris.

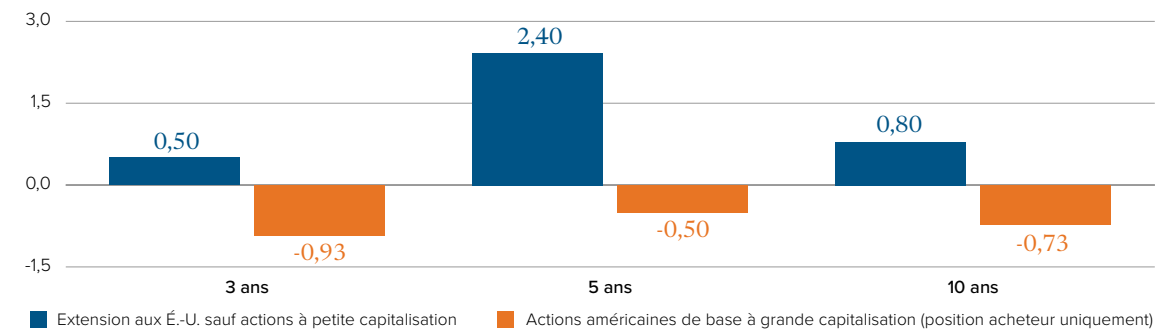
Un des principaux facteurs de cette amélioration est le coefficient de transfert (CT), qui mesure l'efficacité avec laquelle un gestionnaire traduit les signaux alpha prévus en pondérations de portefeuille réelles. Les simulations empiriques et les analyses académiques démontrent régulièrement que la transition des portefeuilles à position acheteur uniquement vers une structure 130/30 améliore considérablement le coefficient de transfert, entraînant une augmentation proportionnelle du ratio d'information du portefeuille, sans nécessiter une amélioration du modèle alpha lui-même. Clarke, DeSilva et Saprà (2004)¹ ont également démontré qu'une stratégie 130/30 peut saisir environ 90 % des gains d'efficacité d'un portefeuille 200/100 sans contraintes. Leur recherche a révélé que la contrainte position acheteur uniquement est la principale source d'inefficacité, et qu'un niveau

modeste de vente à découvert, d'environ 30 %, est suffisant pour améliorer de manière significative la génération d'alpha sans introduire de levier excessif ou de complexité opérationnelle.

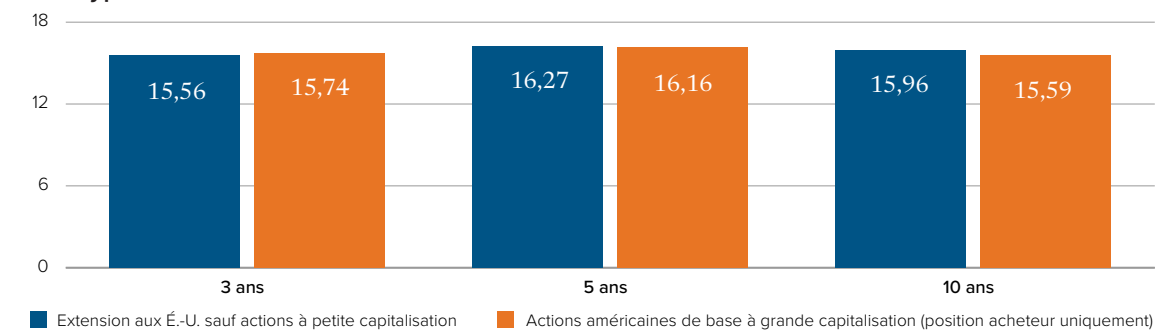
Comme le montre la figure 3, les stratégies d'extension d'actions américaines (à l'exclusion des petites capitalisations) ont généré des rendements excédentaires et des ratios d'information plus élevés que leurs homologues composés d'actions de base des grandes capitalisations américaines (à position acheteur uniquement) sur des périodes de trois, cinq et dix ans, tout en maintenant des niveaux de risque comparables. La valeur des stratégies d'extension en tant que cadre plus efficace, évolutif et conscient des risques pour la gestion active des actions s'en trouve renforcée, en particulier lorsque ces stratégies sont mises en œuvre selon une approche disciplinée et quantitative.

FIGURE 3 – Les stratégies d'extension d'actions américaines (à l'exclusion des petites capitalisations) ont surpassé les stratégies d'actions de base des grandes capitalisations américaines (à position acheteur uniquement) sur une base absolue et corrigée du risque

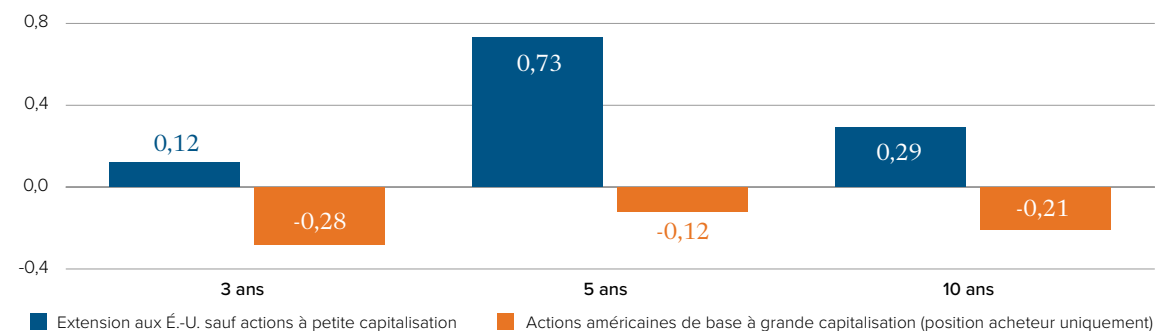
Rendement excédentaire



Écart-type



Ratio d'information

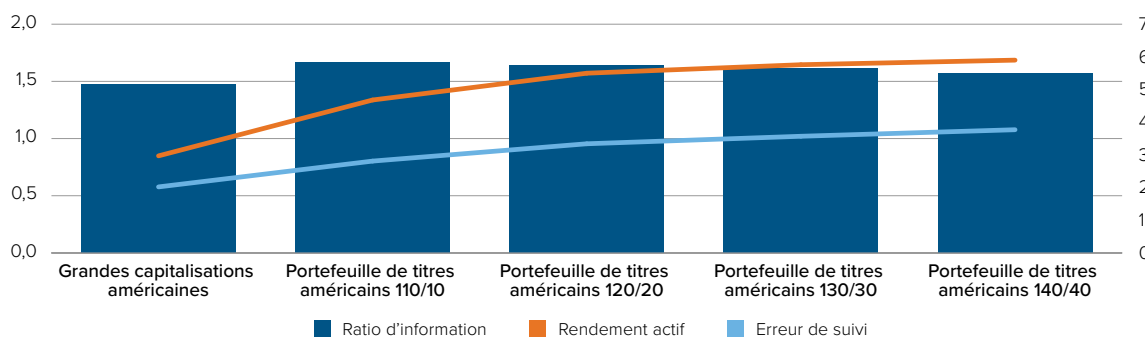


Source : eVestment, 30 juin 2025. Le rendement excédentaire, l'écart-type et le ratio d'information sont tous calculés par rapport à l'indice de référence privilégié de chaque produit.

Déterminer le niveau optimal de vente à découvert

Des recherches empiriques ont démontré que les gains d'efficacité des stratégies d'extension actives tendent à atteindre un plateau lorsque l'exposition aux positions vendeur dépasse 30 à 40 % des actifs du portefeuille. Nos résultats de simulation mettent en évidence les avantages des rendements supplémentaires obtenus en assouplissant les contraintes à position acheteur uniquement grâce à une série de portefeuilles d'extension hypothétiques présentant différents niveaux de vente à découvert, allant de 10 à 40 %. Comme l'illustre la figure 4, l'amélioration la plus notable du ratio d'information se produit lors du premier mouvement de la courbe, passant d'un portefeuille d'actions de base de grandes capitalisations américaines traditionnel à position acheteur uniquement à une structure 110/10. À mesure que l'exposition aux positions vendeur augmente davantage, de 120/20 à 130/30 et 140/40, les rendements actifs continuent d'augmenter, mais avec des bénéfices limités et décroissants.

FIGURE 4 – Comparaison simulée entre les actions de base de grandes capitalisations américaines (à position acheteur uniquement) et les stratégies d'extension d'actions américaines (à l'exclusion des petites capitalisations), 110/10, 120/20, 130/30, 140/40



Source : Équipe des actions quantitatives mondiales Mackenzie, 31 octobre 2024.

En conséquence, la structure 130/30 est souvent considérée comme une approche équilibrée pour de nombreux investisseurs, offrant les meilleurs gains d'efficacité tout en maintenant la faisabilité opérationnelle. Bien que la structure 130/30 soit souvent citée comme une approche équilibrée, certains scénarios pourraient permettre à un gestionnaire d'ajuster dynamiquement son niveau d'exposition prolongée. Par exemple, lors de périodes de forte dispersion transversale, les gestionnaires peuvent cerner des occasions plus convaincantes associées à des positions vendeur, ce qui justifie une exposition accrue aux positions vendeur (p. ex. en passant à 140/40). À l'inverse, dans des environnements à faible dispersion, une structure plus prudente comme 110/10 peut être plus appropriée. De plus, si le modèle d'alpha du gestionnaire signale un ensemble concentré d'idées de positions acheteur et vendeur à forte conviction, l'expansion du niveau d'extension peut améliorer l'efficacité du portefeuille. Pendant les périodes de stress sur le marché ou de liquidité réduite, réduire l'exposition aux positions vendeur peut aider à atténuer le risque de baisse ou le risque opérationnel.

Les investisseurs institutionnels devraient envisager d'accorder aux gestionnaires de portefeuilles une souplesse discrétionnaire pour ajuster le niveau d'exposition prolongée selon une plage définie. Cette souplesse permet aux gestionnaires de réagir de manière dynamique aux conditions changeantes du marché, aux opportunités d'alpha et aux environnements de risque.



Comparaison entre méthode de placement quantitative et méthode de placement fondamentale

Les stratégies d'extension peuvent être mises en œuvre en utilisant soit une méthode de placement quantitative, soit une méthode de placement fondamentale. Bien que les deux visent à repérer les titres générant des rendements supérieurs et ceux générant des rendements inférieurs, les stratégies quantitatives offrent généralement une évolutivité, une cohérence et une gestion des risques plus disciplinée. Les gestionnaires qui ont recours à la méthode quantitative s'appuient sur des modèles systématiques pour classer les titres au sein de vastes univers de titres prédéterminés, ce qui leur permet de générer efficacement des idées génératrices d'alpha pour les positions acheteur et les positions vendeur. Cette évolutivité est particulièrement cruciale pour les portefeuilles d'extension, où les gestionnaires identifient non seulement des titres à position acheteur uniquement à forte conviction, mais aussi des candidats vendeur, de manière cohérente et reproductible.

De plus, les approches quantitatives peuvent intégrer directement dans le processus d'élaboration de portefeuille des contraintes de risque systématique, telles que des limites d'exposition par secteur, pays, bêta, capitalisation et limites de position. Ces modèles reposant sur des contraintes sont continuellement surveillés et mis à jour pour tenir compte des dynamiques changeantes du marché, ce qui aide les gestionnaires à maintenir la neutralité du portefeuille et à contrôler le risque actif.

En revanche, les méthodes fondamentales ont tendance à nécessiter beaucoup de ressources et à être moins évolutives, ce qui rend difficile l'application d'une analyse approfondie à un large éventail d'univers boursiers. Cette limitation est particulièrement prononcée du côté vendeur, où exprimer des opinions négatives sur de petits titres de l'indice peut être difficile. Par exemple, un gestionnaire à position acheteur uniquement peut seulement sous-pondérer une action de l'indice de 0,3 % en ne la possédant pas, tandis qu'une stratégie d'extension permet une position vendeur plus importante. Les modèles quantitatifs excellent dans ce contexte en évaluant systématiquement un vaste éventail de petits titres de l'indice, ce qui permet une expression plus précise des prévisions négatives qui serait difficile à obtenir par la recherche fondamentale traditionnelle seule. De plus, les gestionnaires qui ont recours à la méthode fondamentale s'appuient souvent sur un jugement discrétionnaire, ce qui peut introduire de la variabilité et des biais tant dans l'exposition au risque que dans la taille des positions.

Défis opérationnels et de mise en œuvre

Les stratégies d'extension actives offrent des avantages théoriques convaincants, notamment une plus grande souplesse et un potentiel d'alpha amélioré. Cependant, leur mise en œuvre réussie nécessite de s'attaquer à des complexités opérationnelles importantes et à des exigences de gestion des risques qui dépassent celles des mandats traditionnels à position acheteur uniquement.

Les considérations opérationnelles clés comprennent l'établissement et le maintien de partenariats solides avec des courtiers de premier ordre pour gérer la logistique d'emprunt, les exigences en matière de garantie et les réorganisations du capital. Les contraintes liées aux emprunts et l'efficacité du marché représentent aussi des obstacles. La vente à découvert dépend de la disponibilité des actions à emprunter, qui peuvent être particulièrement limitées sur les marchés des petites capitalisations ou moins liquides, entraînant des coûts de transaction potentiellement plus élevés et des risques de baisse. Les défis opérationnels sont particulièrement prononcés sur des marchés comme Taiwan, où les pools de prêts de titres sont limités, les exigences de



marge plus élevées et les actions vendues à découvert fréquemment rappelées vers la période des résultats financiers ou de la réorganisation du capital. Ces facteurs peuvent introduire de la volatilité, forcer la couverture des positions vendeur et entraîner des coûts imprévus ou des occasions d'alpha manquées.

Les risques liés à l'élaboration de portefeuilles augmentent également dans les stratégies d'extension active, en particulier en raison de l'exposition accrue à l'effet de levier brut, à la dérive du bêta et à la variabilité de l'écart de suivi. Par exemple, lorsque les positions acheteur et les positions vendeur présentent des expositions à des facteurs asymétriques, elles peuvent contribuer de manière disproportionnée au risque actif. Dans de tels cas, il devient essentiel de créer un modèle d'élaboration de portefeuille plus sophistiqué pour s'assurer que les expositions clés, telles que l'écart de suivi, l'alpha et les facteurs de risque, restent harmonisés aux objectifs et aux attentes du portefeuille.

Les considérations réglementaires et de conformité relatives à la vente à découvert, telles que les exigences de divulgation et les règles relatives aux hausses, peuvent limiter davantage la souplesse dans la vente à découvert. Dans certains marchés émergents, où la vente à découvert directe est restreinte, la dépendance aux instruments dérivés ou aux swaps pour reproduire une exposition aux positions vendeur peut augmenter à la fois les coûts et les risques de contrepartie. Dans l'ensemble, la gestion de ces défis opérationnels et de mise en œuvre nécessite une infrastructure évoluée, une équipe de placement expérimentée et une surveillance continue pour préserver les avantages corrigés du risque des stratégies d'extension.

Aborder les idées fausses sur les stratégies d'extension

Malgré leur adoption croissante, les stratégies d'extension sont souvent mal comprises et font l'objet de scepticisme parmi certains investisseurs. Une idée fausse répandue est que ces portefeuilles sont intrinsèquement « couverts » ou « à faible risque » en raison de leur utilisation d'expositions aux positions acheteur et vendeur. Cette confusion découle souvent des comparaisons avec des stratégies neutres au marché et d'autres stratégies de fonds de couverture. Cependant, contrairement aux stratégies neutres au marché qui visent une exposition nette au marché nulle (c'est-à-dire, bêta proche de 0), les stratégies d'extension sont entièrement exposées au bêta du marché, ce qui signifie qu'elles se comportent beaucoup plus comme un portefeuille traditionnel à position acheteur uniquement en termes de sensibilité au marché.

Une autre idée fausse courante est que les stratégies d'extension offrent le même niveau de protection contre les replis boursiers que les fonds de couverture à position acheteur ou vendeur. Cette croyance provient de l'hypothèse intuitive selon laquelle une exposition aux positions vendeur compensera les pertes pendant les replis du marché. En pratique, les stratégies d'extension ont généralement des budgets de risque plus stricts et tiennent compte des indices de référence, et l'utilisation de positions vendeur n'est pas conçue pour couvrir le risque de marché, mais plutôt pour améliorer l'alpha en prédisant quelles actions afficheront un rendement inférieur. En conséquence, ces stratégies peuvent générer des rendements inférieurs lors de ventes massives sur le marché ou pendant des périodes où les facteurs de stress sont nombreux. Par exemple, lors de la crise des placements quantitatifs de l'été 2007, de nombreuses stratégies de positions vendeur/acheteur et d'extension ont subi des pertes. Dans un tel environnement, les positions vendeur peuvent ne pas compenser les pertes, mais plutôt amplifier le risque, en particulier lorsque les signaux des positions vendeur et acheteur sont influencés par les mêmes thèmes de facteurs sous-jacents.



Conclusion

Les stratégies d'extension actives offrent une évolution puissante de l'investissement en actions actif en s'attaquant aux inefficacités structurelles des approches à position acheteur uniquement. En assouplissant modestement la contrainte à position acheteur uniquement, les gestionnaires peuvent exprimer à la fois des perspectives d'investissement positives et négatives pour améliorer l'efficacité du portefeuille sans augmenter de manière significative le risque ou la complexité. Des preuves empiriques démontrent de manière constante leur capacité à améliorer les rendements corrigés du risque et les ratios d'information par rapport aux méthodes traditionnelles.

Bien que les défis et les risques opérationnels, comme les contraintes de liquidité, la conformité réglementaire et l'effet de levier, nécessitent une gestion prudente, les avantages des stratégies d'extension actives l'emportent sur les obstacles pour les gestionnaires bien formés. L'approche est particulièrement efficace dans les marchés volatils assortis d'une grande dispersion des rendements et offre de la souplesse quant aux différentes zones géographiques et aux segments de marché.

Les stratégies d'extension actives peuvent offrir une solution équilibrée pour les investisseurs institutionnels à la recherche d'un alpha plus élevé sans écart de suivi excessif, ce qui en fait une solution de rechange convaincante aux allocations passives d'actions à position acheteur uniquement dans l'environnement de marché complexe d'aujourd'hui.

¹ Clarke, R., de Silva, H., & Saprà, S. « Toward More Information-Efficient Portfolios. » *Journal of Portfolio Management*, automne 2004.

Publié par Mackenzie Investments Corporation (« Placements Mackenzie »). Réservé aux investisseurs institutionnels. Le présent document est fourni à des fins de marketing et d'information seulement et les renseignements qu'il renferme ne constituent pas des conseils en placement ou une offre de produits ou de services de placement (ou une invitation à faire une telle offre). Certains renseignements que renferme ce document proviennent de tiers. Placements Mackenzie considère ces renseignements comme étant exacts et fiables à la date des présentes. Toutefois, nous ne pouvons garantir leur exactitude, leur intégralité ou leur actualité en tout temps. Ces renseignements peuvent changer sans préavis et Placements Mackenzie ne saurait être tenue responsable des pertes découlant de l'utilisation des renseignements contenus dans le présent document ou du recours à de tels renseignements. Aucune partie des renseignements contenus aux présentes ne peut être reproduite ou distribuée à quiconque sans la permission expresse de Placements Mackenzie. Les rendements passés – et particulièrement les rendements antérieurs hypothétiques présentés dans ce document – ne sont pas nécessairement indicatifs des résultats futurs.