

Aspects pratiques de la mise en œuvre de l'étude ALM

Marges tactiques et benchmarks

Ces deux thèmes présentent, dans la pratique et dans une perspective empirique, une grande importance pour la mise en œuvre de la stratégie de placements déterminée par une étude ALM.

Marges tactiques

La fixation de marges tactiques (minima, maxima) permet le contrôle des risques pouvant être pris dans la gestion du portefeuille.

Des marges larges permettront des paris tactiques (écarts) plus importants par rapport à l'allocation stratégique, avec les avantages et désavantages qui en découlent: un potentiel plus important de surperformance mais aussi un risque de sous-performance plus marqué.

Des marges restreintes (+/- 2% ou 3%, par exemple) permettent de réduire les risques susmentionnés, mais ont également d'autres conséquences. Les limites seront plus fréquemment atteintes du fait de la fluctuation naturelle des marchés et des classes d'actifs, impliquant la nécessité d'effectuer des rebalancements fréquents et donc des frais plus élevés.

Les conseils de fondation doivent être conscients de ces effets et déterminer leurs choix en conséquence.

Modalités des rebalancements

Dès lors que la marge tactique minimale ou maximale a été atteinte – et quels que soient les motifs pour lesquels elle l'a été – il faut en principe prendre des mesures et effectuer les rebalancements requis.

Ainsi, si la caisse de pensions privilégie des marges étroites, elle doit aussi fixer les règles et la fréquence des ajustements dans l'allocation: si on rebalance – pour une classe d'actifs – est-ce à la position neutre, stratégique, ou à la valeur limite supérieure (ou inférieure)? Avec quelle fréquence (mensuelle, trimestrielle, semestrielle)?

Autant de questions qui exigent a priori des réponses claires – qui devraient être précisées dans le règlement de placements.

La thématique des marges non égales

Toutes les classes d'actifs ne présentant pas les mêmes volatilités et donc la même amplitude de fluctuations. Il est raisonnable de prévoir et de fixer des marges tactiques minimales et maximales différentes en fonction des classes. Ainsi, celles-ci pourront être plus larges pour les actions, qui fluctuent le plus.

De surcroît, il y a lieu de considérer que les placements peu liquides varient le moins, parce que la revalorisation des actifs n'intervient pas de manière linéaire mais par périodes. C'est le cas notamment de l'immobilier direct, des infrastructures, du private equity, etc. On peut donc déterminer des marges qui ne soient pas d'ampleur égale pour les différentes classes.

La question des marges cumulatives (par types et classes d'actifs)

Une des particularités de la législation suisse relative aux placements des caisses de pensions réside dans le fait qu'elle fixe dans l'OPP2 des limites simples (p. ex. immobilier hors de suisse) et composées (p. ex. immobilier en suisse et à l'étranger) pour les placements, sous la forme de taux de pourcentage recommandés.

A cet égard, il y a lieu de veiller à ce que la détermination des valeurs simples et composées soit cohérente sur le plan arithmétique et opérationnel: prévoir, par exemple, que la forte baisse de l'une ou de plusieurs classes (p. ex. les actions) puisse être effectivement compensée par la hausse d'autres (les liquidités, les obligations, etc.) sur la base d'hypothèse de corrélations réalistes.

Ainsi, la fixation et la coordination des valeurs minima et maxima pour les différentes catégories d'actifs ne saurait être simplement mécanique et automatique.

Graziano Lusenti
PhD, Lusenti Partners
Nyon



Ilij Roko
PhD, Lusenti Partners
Nyon



Le rôle spécifique des liquidités

Dans l'allocation stratégique et les études ALM, les liquidités sont le plus souvent traitées comme une classe d'actifs «parmi d'autres». Leur poids stratégique est déterminé en partie par les besoins en liquidités de la fondation, en partie par le profil rendement/risques de ce type de placements. C'est donc fréquemment une approche «statique» qui est utilisée.

Dans une perspective de gestion plus «dynamique» des placements, notamment sur le plan tactique, il peut faire sens d'attribuer à la gestion des liquidités un rôle plus important. On pourrait prévoir qu'en cas de fortes turbulences sur les marchés (des actions et des obligations, comme en 2022) les positions en liquidités puissent être, provisoirement, fortement gonflées. En effet, le cash représente la forme de protection la plus simple et la moins onéreuse, sur le plan opérationnel et sur celui des coûts. Ainsi, on pourrait envisager d'élargir largement les marges tactiques, de 0 % (minima) à 10 %, 15 % ou davantage pour la marge maxima.

Benchmarks

Depuis une vingtaine d'années, l'allocation des actifs des caisses de pensions helvétiques s'est sensiblement diversifiée, complexifiée et spécialisée, avec l'apparition de nouvelles classes d'actifs, comme le private equity, les infrastructures, etc. De plus, la couverture systématique de certains risques, notamment les changes, s'est largement répandue.

La conséquence en a été l'émergence et la croissance de nouveaux indices, sur mesure («tailor-made»), spécifiques et spécialisés, qui répondent aux approches de gestion de plus en plus pointues des caisses.

Dans ce contexte, la question fondamentale qui se pose est la suivante: pour évaluer les résultats d'une gestion sophistiquée, qui intègre des choix spécifiques, vaut-il mieux privilégier des indices très larges et généralistes, largement suivis (comme le SPI, le SBI, le SP500) ou au contraire des indices «tailor-made»?

Il n'y a pas de réponse univoque à cette question. Dans tous les cas, il faut privilégier une solution qui permette, pour le conseil de fondation, de bien mesurer et comprendre les résultats de la gestion, de même que la nature et l'origine des écarts éventuels de performances ou de risques.

Surtout, il y a lieu d'exclure les benchmarks qui réduisent de manière excessive l'univers d'investissement, introduisent des biais forts et donc des risques additionnels, sans valeur ajoutée.

L'émergence d'un «benchmark business» et l'extension de la gestion durable (ESG)

Dans le domaine des services financiers, on a observé en quelques décennies l'émergence d'un nouveau «business»: celui de la conception, la gestion et la commercialisation par les «index providers» des indices comme un produit essentiel et indispensable de la gestion d'actifs, ainsi que la multiplication de nouveaux produits, sur mesure.

L'utilisation des indices propriétaires (par les banques dépositaires, les asset managers, ainsi que les caisses de pensions) permet désormais à leurs concepteurs et propriétaires d'enregistrer des revenus très considérables – qui grèvent d'autant les coûts de gestion des institutions de prévoyance.

À l'origine de ce développement, il y a d'une part la croissance exponentielle de la gestion indicielle, d'autre part l'expansion de la gestion durable (ESG) et le souhait des investisseurs de bénéficier d'indices sur mesure qui reproduisent leurs choix ESG.

Aujourd'hui, la question du choix d'un benchmark n'est pas seulement une question technique d'adéquation, elle peut devenir aussi une question de coûts.

Dans le segment des placements durables (ESG), deux aspects sont cruciaux: la nature et l'ampleur des exclusions et la pondération relative des différentes composantes de l'indice (approche de type «best-in-class»).

La réduction de l'univers d'investissements est cruciale et peut produire des effets (performances, risques) très significatifs. Ainsi, en 2022, l'exclusion des secteurs de l'énergie carbonée (pétrole, etc.), de certaines matières premières (agricoles, par exemple) ou de secteurs industriels (armements, etc.) pour des motifs éthiques ou de durabilité a produit des performances financières réduites.

Il importe donc que les conseils de fondation soient au fait des conséquences potentielles, financières et/ou durables, du choix d'un benchmark plutôt que d'un autre.

TAKE AWAYS

- Des marges larges permettront des paris tactiques (écarts) plus importants par rapport à l'allocation stratégique. Des marges restreintes permettent de réduire les risques susmentionnés, mais seront plus fréquemment atteintes du fait de la fluctuation naturelle des marchés.
- Les liquidités ont un rôle spécial, on pourrait envisager d'élargir largement les marges tactiques pour cette classe particulière.
- La question fondamentale qui se pose concernant les benchmarks est la suivante: vaut-il mieux privilégier des indices très larges et généralistes, largement suivis, ou au contraire des indices tailor-made? Il n'y a pas de réponse univoque à cette question.

Les benchmarks pour les placements non-traditionnels et moins liquides, ainsi que pour l'immobilier international

Les prix des transactions des valeurs mobilières cotées en bourse (actions, obligations, etc.) ou traitées régulièrement peuvent aisément être utilisés pour la conception, la commercialisation et l'utilisation de benchmarks ou indices, calculés en continu.

Pour d'autres types d'actifs, tels que les immeubles, les infrastructures, le private equity, on ne dispose ni d'un nombre équivalent de valeurs utilisables, ni d'une fréquence identique de prix des transactions. Les données disponibles sont donc moins nombreuses et de moindre qualité.

En conséquence, les indices pour ces catégories d'actifs ne sont ni aussi pertinents, ni aussi fréquents et répandus. En effet, souvent les valeurs dans ces indices et les indices eux-mêmes ne sont calculés que trimestriellement. C'est un handicap lorsque l'on intègre ces benchmarks dans le calcul systématique et régulier des placements d'une caisse de pensions.

Les conseils de fondation doivent être bien conscients des limites et des handicaps de ces types de benchmarks. À titre d'exemple, le choix d'un indice approprié est très délicat pour les placements en immobilier direct hors de Suisse, lorsqu'ils sont réalisés par le biais de fonds. Comme il n'existe guère d'indices appropriés, on est conduit à utiliser l'indice des sociétés immobilières cotées (REITS), un indice immobilier international établi trimestriellement ou une valeur absolue moyenne (tirée par exemple de l'étude ALM). |