

## 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

