

Mise en œuvre des placements: Marges tactiques, liquidités, benchmarks

Graziano Lusenti (PhD) & Ilir Roko (PhD)—Lusenti Partners—Membre du GSCGI

Dans cet article, nous nous concentrons sur 3 thèmes qui, dans la pratique et dans une perspective *empirique*, présentent une grande importance pour la mise en œuvre de la stratégie de placements—cette dernière étant souvent déterminée au terme d'une étude ALM ou *asset & liabilities matching*—et la réalisation des placements: la fixation des marges tactiques, les modalités d'utilisation des liquidités et le choix des benchmarks.

De manière pragmatique, nous mettrons l'accent sur nos propres expériences—acquises principalement en relation avec des caisses de pensions helvétiques—et sur nos préférences.

Dans une large mesure, nos commentaires s'appliquent également à des portefeuilles de clients privés (gérés dans un cadre de *wealth management*), lorsque ceux-ci sont investis de manière systématique.

1. MARGES TACTIQUES

Amplitude des marges tactiques (larges ou étroites), motivations et conséquences: 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, clarifications dans le règlement de placement: 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 certainement 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

Lusenti
Partners solutions
pour
investisseurs
institutionnels

Mise en œuvre des placements: Marges tactiques, liquidités, benchmarks

Graziano Lusenti (PhD) & Ilir Roko (PhD)—Lusenti Partners—Membre du GSCGI

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'OPP 2 des limites *simples* (obligations de débiteurs suisses) et *composées* (tous types d'obligations) 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—les actions, par exemple—puisse être effectivement compensée par la hausse d'autres — les liquidités, les obligations, l'immobilier, 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*.

2. LIQUIDITÉS

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 (besoin de trésorerie, paiement des rentes et des capitaux de libre-passage, etc.), 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 au printemps 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*.

3. BENCHMARKS

La préférence (ou non) pour des benchmarks (indices) largement répandus ou pour des indices sur mesure (*tailor-made*): 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 ILS (*insurance-linked securities*), 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*), de plus en plus 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

Lusenti
Partners solutions
pour
investisseurs
institutionnels

Mise en œuvre des placements: Marges tactiques, liquidités, benchmarks

Graziano Lusenti (PhD) & Ilir Roko (PhD)—Lusenti Partners—Membre du GSCGI

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 (critères 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'engranger des revenus très considérables—qui grèvent d'autant les coûts de gestion des institutions de prévoyance. A 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), 2 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, durant les premiers mois de l'année 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.

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, futures, 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*, etc., 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

Lusenti
Partners solutions
pour
investisseurs
institutionnels

Mise en œuvre des placements: Marges tactiques, liquidités, benchmarks

Graziano Lusenti (PhD) & Ilir Roko (PhD)—Lusenti Partners—Membre du GSCGI

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*. A 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).

LES AUTEURS



Graziano Lusenti, PhD
Conseiller en investissements senior

Graziano Lusenti bénéficie d'une expérience de plus de trente ans dans les domaines des placements, du conseil et de la recherche en relation avec les investisseurs institutionnels et professionnels. Il est managing partner de Lusenti Partners, société établie à Nyon dont il est également le fondateur.

Auparavant, il a été directeur général de Robeco (Suisse) SA et a exercé des fonctions dirigeantes dans le domaine de l'asset management et de la banque (Robeco, UBS), de l'assurance-vie (Zurich Assurances) et du conseil actuariel (Aon Gesrep), à Genève et Zurich. Graziano Lusenti est titulaire d'un doctorat (placements des caisses de pensions) et d'un master de l'Université de Genève (Institut universitaire de hautes études internationales), ainsi que du diplôme fédéral d'expert en assurances de pension (actuaire). Il est l'auteur de nombreux articles en français, allemand, anglais ou italien sur des sujets ayant trait aux placements des institutionnels et à la prévoyance professionnelle. Polyglotte, il intervient régulièrement comme expert dans les médias et dans des cercles professionnels, en Suisse et en Europe. Lusenti Partners propose des services de conseils spécialisés en investissements, en particulier pour les caisses de pensions et les institutionnels: investment consulting, optimisation de la diversification, étude ALM et audit de gestion, contrôle et suivi des placements, sélection de gérants et de produits, rapports de due diligence et de coûts. La société organise également des conférences techniques (Performer Investment Conferences).



Ilir Roko, PhD
Conseiller en investissements senior

Depuis plus de 25 ans, Ilir Roko est actif dans les domaines du conseil aux investisseurs institutionnels, de la modélisation et de la recherche appliquée en finance. Dans le cadre de ses activités auprès de Lusenti Partners, il est responsable de la relation avec de nombreux clients, surtout des caisses de pensions. Par ailleurs, il chapeaute toutes les activités numériques et statistiques, ainsi que celles concernant le controlling et le reporting pour le compte de clients. Il est également impliqué dans les processus de sélection de mandats (gérants) et de produits. En sa qualité de spécialiste quantitatif éprouvé, il a développé durant sa carrière de nombreuses applications et modèles en relation avec les placements des institutionnels: étude ALM (congruences des actifs et des passifs), analyse et gestion des risques (risk exposure modelling, risk assessment), optimisation de l'allocation tactique des actifs, modélisation des fat tails (max drawdown, max loss, max gain), implémentation de modèles quantitatifs (Black-Litterman, ARCH/GARCH, CAPM, modèles de changement de régimes, simulations de Monte-Carlo), etc. Conjointement à ses activités au sein de Lusenti Partners, Ilir Roko est chargé de cours à l'Université de Genève. Son domaine d'enseignement est celui des méthodes numériques appliquées à la finance. Il est auteur de plusieurs publications scientifiques sur le sujet. Ilir Roko est titulaire d'un doctorat en économétrie et statistique de l'Université de Genève.

**Lusenti
Partners** solutions
pour
investisseurs
institutionnels