A la recherche des primes de risque

> **Gestion** La stratégie de placement devra être idéalement définie de manière à conserver une forte transparence de l'exposition du portefeuille et faciliter ainsi la cartographie et la gestion des risques. Mieux vaut se concentrer sur un nombre limité de primes



Laurent Keller* et Pascal Frei**

L'élaboration d'une stratégie de placement est très similaire à la gestion du budget d'un ménage. L'investisseur tout comme la bonne mère de famille veillera à dépenser un budget limité de la plus efficiente des manières. En effet, l'objectif de tout investisseur est d'exposer son portefeuille à différents types de risques donnant lieu à des «primes» rémunératrices afin de générer une performance supérieure à un placement sans risque à moyen ou long terme.

La notion de placement sans risque a été vivement critiquée ces dernières années. La crise de la

dette a mis en lumière les possibles défaillances de certains Etats à honorer leurs engagements. Toutefois, quelques placements se rapprochent toujours d'un placement sans risque. C'est le cas, par exemple, des obligations de la Confédération. Malheureusement, en raison de la forte baisse des taux depuis vingt ans, le rendement de ces placements ne suffit généralement plus aux investisseurs institutionnels telles les caisses de pension. La création d'un portefeuille permettant de dégager un rendement satisfaisant nécessite donc de prendre des risques. Il convient alors d'identifier les placements ou classes d'actifs exposant le portefeuille à des risques rémunérateurs. De nombreuses études empiriques et académiques s'attachent à identifier les actifs risqués donnant effectivement lieu à une prime. Leur nombre est malheureusement relativement faible, le niveau de la prime variable, et nul ne sait si à l'avenir les primes seront positives ou négatives.

Il convient de distinguer deux catégories de risques: le spécifique et le systématique, aussi communément appelé risque de marché. L'investisseur n'est récompensé à plus ou moins long terme que pour la prise de risques systématiques, soit les risques non diversifiables affectant tous les acteurs du marché. Les risques spécifiques ne sont, quant à eux, pas rémunérés. Un investissement dans les actions d'une seule entreprise entraînera des risques propres à celle-ci (par exemple la qualité de sa gestion). Ce type de risque peut aisément être éliminé en incluant des titres d'autres entreprises. Les investisseurs ne peuvent donc pas attendre une prime pour la prise de ce type de risque. Il est généralement reconnu qu'une prime existe pour les risques liés aux placements obligataires soumis à un risque de taux d'intérêt et/ou de crédit, mais aussi pour les placements immobiliers ou en actions. En revanche, certains risques, tels que le risque de change, ne donnent pas lieu à une

prime. En effet, si la prise d'un risque de change résultait en une prime, cela impliquerait qu'un autre investisseur accepterait de la payer.

La décomposition du rendement d'un portefeuille en facteurs de risque n'est toutefois pas aussi aisée qu'anticipée. En effet, d'autres risques moins connus

L'élaboration d'une stratégie de placement est très similaire à la gestion du budget d'un ménage

peuvent donner lieu à une prime. Parmi ces facteurs se trouvent les risques d'illiquidité, d'assurance ou ceux liés au prix des matières premières. Bien que d'autres primes existent, il n'est cependant pas nécessaire de toutes les exploiter. Certaines ne peuvent être capturées facilement et à moindres coûts et n'accroissent pas fondamentalement l'efficience des portefeuilles.

Il faut souligner que les investisseurs influencent la prime de risque, en particulier pour les classes d'actifs avant un faible volume. En effet, si un grand nombre d'investisseurs désirent tirer profit d'un certain facteur de risque, l'augmentation de la demande réduira la prime de risque associée. La prime de taux d'intérêt illustre ce mécanisme. Historiquement, le rendement des obligations de longues maturités est plus élevé que celui des obligations de courtes maturités. Toutefois, en cas d'afflux d'investisseurs vers les obligations à long terme, la prime de taux d'intérêt serait réduite pour une offre inchangée.

Lors de la définition d'une stratégie de placement, il convient de se demander à quels facteurs de risque le portefeuille est exposé. La pertinence de l'ajout ou non de classes d'actifs devra être étudiée sous l'angle de l'exposition aux primes de risque. Cette approche permettra d'éviter

l'accumulation de risques similaires dont la concentration sous différentes formes a pour conséquence de diminuer la diversification du portefeuille.

En résumé, chaque investisseur doit veiller à allouer son budget de risque de manière efficiente. Il est essentiel de déterminer en amont le budget de risque en fonction de sa tolérance au risque. La stratégie de placement devra être idéalement définie de manière à conserver une forte transparence de l'exposition du portefeuille et faciliter ainsi la cartographie et la gestion des risques. Un compromis entre complexité et transparence sera probablement nécessaire. Il est souvent plus avantageux de se concentrer sur un nombre limité de primes plutôt que sur une large palette afin que le coût de la mise en œuvre ne soit pas supérieur au revenu marginal dégagé.

* Investment consultant PPCmetrics, Nvon

** CFA associé PPCmetrics, Nyon