

Budgétisation des risques

Quels risques encourir?

La gestion d'un ménage et la définition d'une stratégie de placement ont ceci de commun qu'il s'agit dans les deux cas d'utiliser un budget limité de façon aussi efficiente que possible. L'investisseur devrait éviter tous les risques qui ne promettent pas de récompense.

La définition d'une stratégie de placement permet de cibler les primes de risque dont l'investisseur souhaite profiter. Le terme «prime de risque» est éloquent dans la mesure où il illustre le conflit d'objectifs entre le risque de placement et la prime qu'il sera éventuellement possible de dégager sous forme de rendement supplémentaire par rapport à un placement pré-tendument sans risque.

Des placements sans risque?

Depuis quelque temps, la notion de placement sans risque est sous le feu des critiques car théoriquement, le placement sans risque est une chimère. Dans la pratique, il existe des possibilités de placement qui se rapprochent d'un placement sans risque. Les obligations de la Confédération sont considérées comme un exemple de placement sans risque, puisque l'on connaît leur rendement sur un horizon de temps déterminé. On a d'ailleurs pris l'habitude de qualifier ce rendement de niveau de l'intérêt.

Le rendement des placements sans risque ne présente pas suffisamment d'attrait pour les institutions de prévoyance. On essaie donc de dégager des primes de risque complémentaires en créant un mélange avec d'autres catégories de placement. Il a été scientifiquement prouvé pour de nombreuses classes d'actifs que l'on pouvait raisonnablement attendre un rendement supplémentaire des placements entachés de risques. Il ne faudrait simplement jamais oublier que la prime de risque peut être positive ou négative, et on ne sait jamais à l'avance ce qu'il en sera.

Tous les risques ne sont pas automatiquement rémunérés

On ne peut pas espérer une prime partout où il y a un risque, il suffit de penser

aux jeux de hasard. Le rendement que l'on peut escompter d'une soirée au casino est manifestement nul, voire négatif, si l'on fait abstraction de ce qu'elle peut rapporter en termes non monétaires, par exemple en divertissement. La même réflexion peut s'appliquer aux marchés des capitaux. Les investisseurs auront donc intérêt à éviter ces risques dans la mesure du possible.

Un risque de placement majeur qui n'est pas honoré par les marchés des capitaux, c'est le risque de concentration. Le risque d'une action isolée est bien supérieur à celui de tout un portefeuille composé de nombreuses actions. Mais le bailleur de fonds qui se concentre sur une seule action ne peut en espérer une rémunération de son risque de concentration. Pour éliminer ce risque presque complètement, il suffit de diversifier les placements. Mais pour les petites institutions de prévoyance qui investissent directement dans des actions, des immeubles ou des obligations, la concentration du risque reste un défi considérable.

Les risques de change sont généralement aussi comptés parmi les risques non récompensés, car l'addition des bénéfices et des pertes se solde globalement par un résultat nul. Si une prime de risque devait exister sur la garde de monnaies, un autre investisseur devrait être prêt à la payer, un phénomène que ni la science, ni la pratique n'ont observé.

Une prime pour les risques systématiques

En revanche, personne ne conteste l'hypothèse que les placements boursiers et immobiliers génèrent une prime de risque, de même que les obligations grevées d'un risque de crédit. C'est principalement sur ces classes d'actifs que misent les stratégies de placement des institu-

tions de prévoyance pour générer du rendement. Et c'est parce que les actions, l'immobilier et les obligations jouent un rôle si important que les spécialistes discutent du montant escompté des primes de risque avec une telle intensité.

Bien sûr, il existe d'autres facteurs de risque susceptibles de se transformer en une prime de risque (voir encadré page 47). En font normalement partie les risques d'illiquidité, les risques d'assurance ou les risques de prix des matières premières. En plus, on peut se concentrer sur des risques déterminés au sein d'une classe d'actifs, toujours dans le but d'augmenter le rendement anticipé. Cette focalisation sur le style est particulièrement populaire pour les placements en actions.

En bref

- > Tous les risques ne sont pas récompensés
- > Il faut prendre garde à la complexité et à l'effort de mise en œuvre nécessaire
- > Les risques d'une classe d'actifs n'apparaissent souvent pas immédiatement

Parmi les primes de style figurent par exemple Value (les actions avec une valeur intrinsèque élevée), Size (les actions avec une faible capitalisation boursière) ou Momentum (le fait de suivre une tendance). Dans la pratique, l'exploitation de ces primes de risque et de style est une activité souvent complexe et chronophage (voir article Mark, page 74). L'utilité d'un apport de primes de risque dans un portefeuille doit se discuter à la lumière de l'organisation de placement, des ressources et de la taille de l'institution de prévoyance. Même si d'autres primes de risque potentielles existent, il n'est pas toujours utile de toutes les exploiter. La valorisation des primes de risque doit en effet être assez efficiente pour qu'il en résulte pour l'institution de prévoyance

une augmentation nette du rendement attendu.

Les investisseurs influencent la prime de risque

Surtout pour les classes d'actifs dont le volume du marché est limité, l'affaire se complique parce que la demande des investisseurs va influencer le montant de la prime de risque. Il est bien possible que de nombreux autres investisseurs tout aussi friands de nouvelles opportunités de placement aient également intégré un certain facteur de risque dans leur portefeuille (voir article Bagutti, page 84). Or, plus les acteurs du marché sont nombreux à supporter un risque déterminé, moins la prime de risque sera élevée.

La prime de durée des obligations (risque de taux d'intérêt) illustre parfaitement ce phénomène. D'un point de vue historique, les rendements d'obligations de longue durée étaient plus élevés que ceux d'obligations à court terme. Mais si tout d'un coup il se trouve plus d'investis-

seurs prêts à acheter des obligations au long cours, la prime de durée des obligations à long terme diminue pour une offre inchangée.

Éviter les chevauchements

Avant d'ajouter de nouvelles classes d'actifs dans le cadre du processus d'orientation stratégique, il faudrait toujours vérifier quel facteur de risque supplémentaire est ainsi intégré et si on peut en attendre une prime de risque nette positive. Cela permet d'éviter de prendre en compte un même facteur de risque deux ou même trois fois dans le même portefeuille. Cependant, les facteurs de risque d'une classe d'actifs ne sont pas toujours immédiatement apparents, ni les recouvrements.

Ainsi, on devra se demander dans quelle mesure il peut être judicieux d'engager des risques de crédit supplémentaires avec des emprunts d'entreprises lorsque ces mêmes entreprises sont déjà représentées dans le portefeuille d'actions de l'institution de prévoyance. Une analyse des facteurs de risque (en partie cachés) de chaque classe d'actifs aide à éliminer les recouvrements indésirables qui aboutissent à un portefeuille mal diversifié.

Une gestion efficiente d'un budget de risques serré

La définition d'une stratégie de placement est tout à fait comparable à la gestion du budget d'un ménage, dans la mesure où il faudra surtout se poser les deux questions suivantes :

- Que pouvons-nous nous payer?
 - > définition du budget des risques (voir à ce propos les articles Zaugg/Pitsch et Niedermann/Rothmund).
- Comment voulons-nous utiliser nos ressources?
 - > répartition du budget de risques sur les facteurs de risque (voir article Mark, ainsi que l'interview Grandchamps/Markwalder).

Il est particulièrement difficile de trouver un bon compromis entre les facteurs de risque que l'on veut valoriser et la complexité. La stratégie de placement devrait être conçue de sorte à ce que l'exposition prédominante du portefeuille reste transparente, même en situation de crise. Le surcroît de travail que représente la mise en œuvre peut prêter l'efficiency, de

sorte qu'il peut être préférable de renoncer à certaines primes de risque, tout comme il ne vaut pas la peine de faire un grand détour pour refaire le plein dans une station où l'essence coûte quelques centimes de moins.

Il faut donc aussi tenir compte de la situation spécifique de l'institution de prévoyance lorsqu'on fixe sa stratégie de placement, à commencer par la quantification des risques. Étant donné que les risques de taux d'intérêt auront un impact du côté actif et passif du bilan, le même facteur de risque aura des répercussions totalement différentes selon la structure des engagements. En plus de la capacité d'exposition individuelle, il faudra aussi tenir compte des ressources disponibles et de la taille de l'institution de prévoyance. Un processus stratégique clairement structuré permet d'éviter les dépassements du budget de risque et assure un engagement aussi efficient que possible des ressources disponibles. ■

Dominique Ammann
Lukas Riesen

Primes de risque importantes et risques non récompensés

Primes de risque classiques

- Risques boursiers
- Risques immobiliers
- Risques de crédit
- Risques de taux d'intérêt (primes de durée)

Primes de risque alternatives

- Risques d'illiquidité
- Risques d'assurance
- Risques de prix des matières premières
- ...

Primes de risque focalisées sur un style

- Value (actions à valeur intrinsèque élevée)
- Size (actions à faible capitalisation boursière)
- Momentum (alignement sur une tendance)
- ...

Risques normalement non rémunérés

- Risques de concentration
- Risques de change
- Risques de mise en œuvre
- Risques de complexité
- Risques réglementaires
- ...