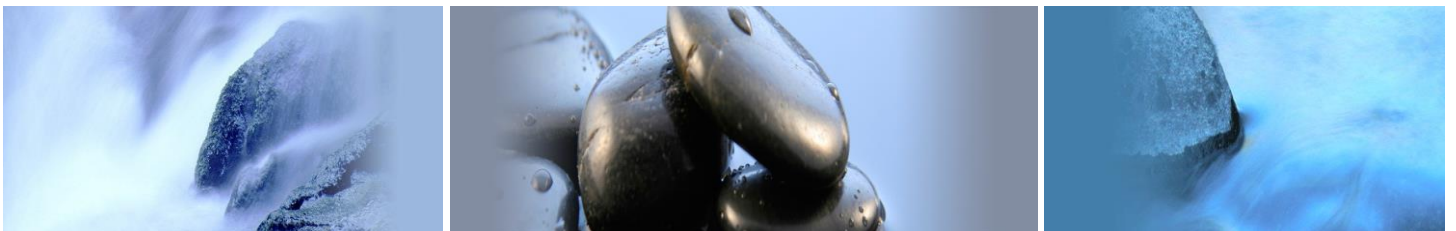




**Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research.**



www.ppcmetrics.ch

Analyse par classes d'actifs

La surpondération du marché domestique – une preuve de bon sens?

Pour une caisse de pensions suisse, une surpondération du marché intérieur dans certains segments de son portefeuille peut avoir un sens. Mais pour une classe d'actifs d'une importance cruciale, ce n'est pas le cas.

Le principal enseignement que l'on peut tirer de la théorie moderne du portefeuille développée par Harry Markowitz en 1952 est que les marchés financiers ne récompensent que le risque d'un investissement qui ne peut être neutralisé en investissant dans d'autres actifs. Un investisseur rationnel s'engage en conséquence dans un portefeuille aussi largement diversifié que possible et ne contenant que des risques systématiques et donc non neutralisables.

Il est intéressant de noter que 68 ans après la publication de Markowitz, les portefeuilles des caisses de pensions suisses présentent toujours un déficit de diversification dans la mesure où les investissements domestiques y sont fortement surpondérés. Le premier graphique documente une préférence très marquée des caisses de pensions suisses pour les engagements à domicile dans toutes les grandes catégories d'actifs. Ces surpondérations n'ont que légèrement diminué au cours des dix dernières années.

Tellement évident est ce biais domestique qu'il soulève la question de savoir si les caisses de pensions suisses poursuivent simplement des stratégies de placement irrationnelles ou si elles ont des raisons spécifiques de surpondérer les investissements domestiques.¹

L'immobilier: un marché particulier

Le secteur de l'immobilier est celui où les caisses de pensions suisses ont la plus forte propension à privilégier le domicile. Par rapport au marché immobilier mondial, l'immobilier suisse ne repré-

sente que 1%. Et pourtant, la part d'immobilier suisse dans les portefeuilles des caisses de pensions est en moyenne de 88%.

Le portefeuille immobilier typique d'une caisse de pensions suisse est donc exposé unilatéralement aux risques du marché immobilier suisse. Il s'agit notamment de l'évolution économique et démographique, ainsi que d'un éventuel changement de la politique d'immigration, des prescriptions en matière de construction et du droit du bail. Mais ce risque d'agrégation est contrebalancé par un certain nombre d'avantages.

La proportion de propriétés résidentielles est exceptionnellement élevée sur le marché où elle atteint environ 50%, alors que la moyenne mondiale n'est que d'environ 15%. Les fonds immobiliers mondiaux investissent principalement dans l'immobilier commercial. Ces fonds sont donc beaucoup plus dépendants des performances des entreprises qui louent ces propriétés. En outre, le niveau de financement par emprunt des placements immobiliers mondiaux est environ deux fois plus élevé que celui des fonds immobiliers suisses.

Ces deux aspects font que les caractéristiques des placements immobiliers mondiaux sont beaucoup plus proches de celles des actions, ce qui n'est pas le cas de l'immobilier suisse. Dans le contexte global d'un portefeuille, l'effet de diversification de l'immobilier mondial est donc moindre qu'il n'y paraît à première vue.²

EN BREF

Les caisses de pensions suisses affichent un a priori domestique dans toutes les classes d'actifs importantes. Alors que cette préférence nationale est justifiée pour l'immobilier et les obligations sous l'angle de la gestion des risques, une surpondération des actions suisses entraîne des risques d'agrégation qui ne sont pas récompensés par les marchés financiers.

Les obligations: un risque crucial de taux d'intérêt

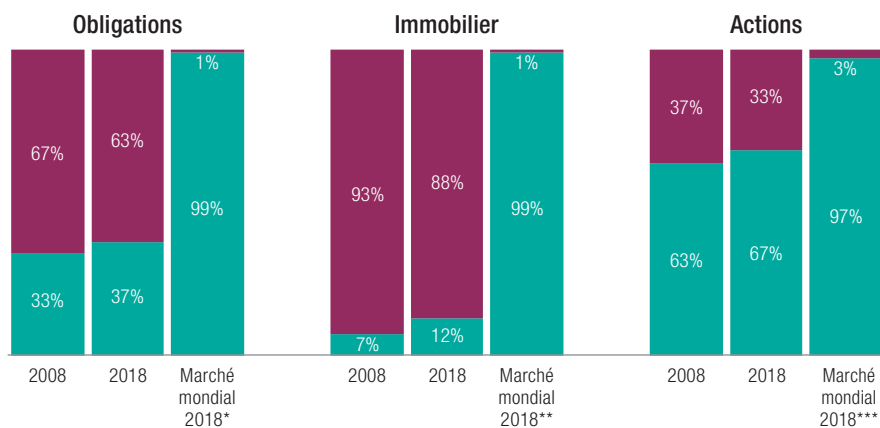
Les portefeuilles obligataires des caisses de pensions suisses affichent en moyenne également un biais domestique élevé. Par contraste avec l'immobilier, cependant, le marché obligataire suisse ne présente pas de caractéristiques structurelles spécifiques qui justifieraient un biais domestique. Le contraire est vrai. En raison de la part disproportionnée d'emprunteurs du secteur financier, le marché des obligations en francs suisses est moins bien diversifié que le marché obligataire mondial.

La préférence nationale est néanmoins justifiée pour les obligations en francs suisses. La raison en est que les risques de crédit ne sont qu'une composante du risque de placement des obligations. Et

¹ Pour une comparaison rétrospective des résultats sur la base d'un échantillon de portefeuille, voir page 54.

² Concernant le biais domestique dans l'immobilier, et en particulier les opportunités sur les marchés immobiliers étrangers, voir également l'article Bezak, page 61.

Evolution du biais domestique au cours des dix dernières années

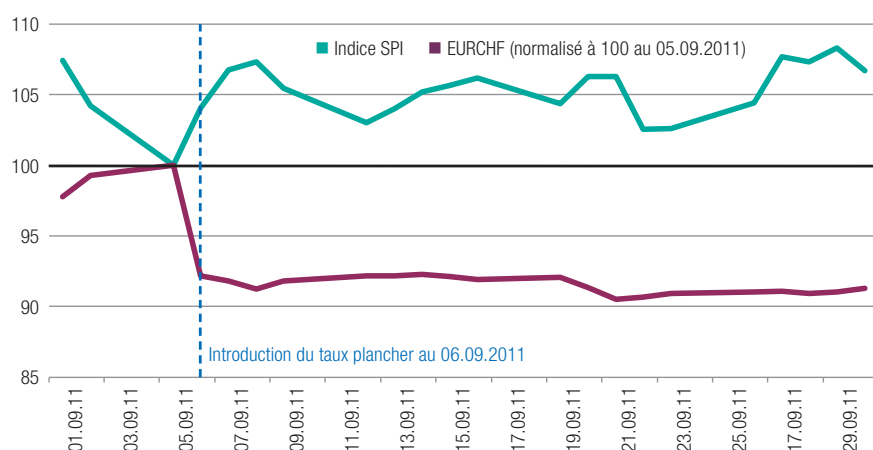


* Barclays Global Aggregate Index

** FTSE EPRA Nareit Global Real Estate Index

*** MSCI World Index

Introduction du taux plancher – répercussions sur le marché boursier



c'est la deuxième composante, celle des risques liés aux taux d'intérêt, qui est déterminante pour le biais domestique.

Les paiements de rentes aussi bien que tous les autres engagements des caisses de pensions suisses sont toujours libellés en francs suisses. Hormis d'éventuels défauts de paiement (risque de crédit), un portefeuille d'obligations en francs suisses permet donc de couvrir ces paiements de rentes avec un degré de sécurité élevé. Pour des raisons de gestion des risques, les caisses de retraite, en particulier celles qui comptent une forte proportion de retraités, investissent souvent une part importante de leur fortune dans des obligations en francs suisses.

Les actions: aucun argument particulier en faveur de la Suisse

Un tiers du portefeuille d'actions d'une caisse de pensions moyenne est

constitué de titres cotés en Suisse. Or, les actions suisses ne représentent que 3% du marché mondial des actions. Toutefois, contrairement aux investissements obligataires et immobiliers, la préférence nationale n'a pas de sens pour les actions: rien ne justifie la surpondération des actions suisses, ni des considérations de congruence actifs-passifs, ni des avantages structurels. Les cours des actions, suisses ou étrangères, évoluent indépendamment des engagements des caisses de pensions.

Il est souvent avancé que les actions suisses ne présentent aucun risque de change, ou du moins un risque moindre. Toutefois, l'argument n'est pas sans failles. En raison de l'orientation mondiale de nombreuses entreprises suisses, les cours des actions des sociétés suisses réagissent également aux fluctuations de la valeur externe du franc suisse. L'intro-

duction du taux plancher entre euro et franc le 6 septembre 2011 en est un exemple (voir graphique). Alors que le franc s'est déprécié suite à cette mesure, la bourse suisse a enregistré des gains substantiels. Cependant, pour un investisseur étranger qui considère la bourse suisse sous l'angle de l'euro ou du dollar, il n'y a guère eu de fluctuations de valeur.

L'argument décisif contre la préférence nationale en matière d'actions est toutefois la structure du marché suisse des actions. Plus de 50% de la capitalisation boursière va au compte des trois poids lourds que sont Nestlé, Novartis et Roche, ce qui entraîne un risque de concentration considérable. On peut notamment éviter les risques juridiques et les erreurs stratégiques de la direction en améliorant la diversification du portefeuille des placements. De ce fait, les marchés des capitaux ne récompensent pas la prise de ces risques.

Outre les risques spécifiques aux actions, le marché suisse des actions présente également une structure sectorielle très peu équilibrée. Alors que le secteur de la santé représente plus des deux tiers du marché, seul un pour cent de la capitalisation boursière de la bourse suisse provient d'entreprises informatiques. Au niveau international, le secteur IT, avec une part de marché de 16%, est même légèrement plus important que le secteur de la santé (13%).³

Maxime de la diversification

La devise que les portefeuilles de placement devraient être aussi largement diversifiés que possible reste d'actualité après 68 ans de théorie moderne du portefeuille. Dans le secteur de l'immobilier, on peut comprendre que l'on s'écarte du crédo d'une diversification maximale. Dans le cas des obligations, une surpondération des obligations en francs suisses est même judicieuse alors que dans le domaine des actions, les risques liés aux titres spécifiques ou de nature sectorielle sont un argument dissuasif. **I**

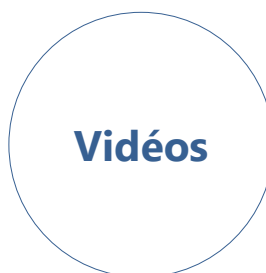
Lukas Riesen
Oliver Dichter

³ Lecture d'approfondissement sur le biais domestique chez les actions et les obligations à la page 66, article Weber.

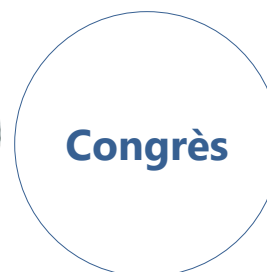
Nous publions chaque année plus de 40 articles spécialisés sur des sujets variés.



Nos experts partagent leur savoir et leurs avis avec le public.



Nous organisons plusieurs conférences chaque année. Découvrez-nous en live.



PPCmetrics AG
Investment & Actuarial
Consulting, Controlling
and Research.
En savoir plus

