Risques de concentration dans les portefeuilles des caisses de pensions

La diversification défie la domination technologique

Fin 2024, les « Magnificent Seven » – Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia et Tesla – représentaient environ un tiers de la capitalisation boursière américaine. Pour les caisses de pensions suisses, la question se pose : dans quelle mesure les risques de concentration ont-ils augmenté ?

Auteurs : **Luca Schneebeli et Lukas Riesen**

Les caisses de pensions suisses visent une large diversification et des rendements conformes au marché. La capitalisation boursière des marchés mondiaux sert de référence pour leur stratégie d'investissement et sa mise en œuvre.

La présente analyse examine le rôle des risques de concentration dans les portefeuilles et leur évolution. À cette fin, elle examine les variations des parts relatives des principaux émetteurs de titres dans les portefeuilles des caisses de pensions suisses au cours des 15 dernières années (2009 à 2023).

Entre diversité et concentration

L'analyse se concentre sur deux classes d'actifs essentielles pour les caisses de pensions : les actions et les obligations. L'immobilier n'est pas pris en compte en raison du manque de données disponibles. Il convient de noter que les investissements immobiliers directs de certaines caisses peuvent présenter des risques de concentration importants, par exemple en raison d'un petit nombre de biens, d'une concentration géographique ou d'un faible nombre de locataires.

Le volume des placements en actions et en obligations des caisses de pensions est tiré des statistiques des caisses de pensions de l'Office fédéral des assurances sociales (OFAS). En raison du rôle important du marché intérieur, une distinction est faite entre les actions mondiales et suisses pour les actions, et entre les titres libellés en francs suisses et en devises étrangères pour les obligations. Pour déterminer la part de chaque émetteur dans le portefeuille global, on recense d'abord les volumes par catégorie de placement. Au sein de chaque catégorie, la répartition est effectuée par émetteur, selon la pondération de benchmarks représentatifs pondérés en fonction de la capitalisation boursière.

> **Les actions mondiales restent la classe d'actifs la moins concentrée.**

Le graphique (page 35) montre les parts estimées des cinq plus grands émetteurs par catégorie de placement dans la fortune totale du 2e pilier. L'analyse permet de faire les observations suivantes :

Actions Monde

La catégorie Actions Monde affiche la plus forte augmentation en pourcentage des risques de concentration. La part des actions des cinq premières entreprises mondiales est passée de 0.4 % à 2.4 % dans le portefeuille moyen des caisses de pensions suisses au cours de la période considérée. En d'autres termes, environ 2.4 % de la fortune totale du 2e pilier était investi dans les entreprises technologiques américaines Alphabet, Amazon, Apple, Microsoft et Nvidia à la fin de 2023. En plus de l'augmentation de la concentration, la composition des cinq principales actions a également changé. En 2009, outre Apple et Microsoft – qui avaient alors une pondération nettement plus faible –, les deux groupes pétroliers Exxon et BP ainsi que la grande banque HSBC figuraient parmi les entreprises leaders. Malgré cette augmentation, les risques de concentration restent étonnamment plus faibles pour les placements en actions mondiales que pour les autres catégories de placement considérées.

Actions Suisses

La part estimée des cinq principales entreprises dans la fortune totale du 2e pilier a augmenté de 2.6 % à 3.8 % dans la catégorie Actions Suisses. Les valorisa-

TAKE AWAYS

- La concentration sur les actions mondiales de premier ordre s'est accrue, mais reste modérée.
- Les risques de concentration sur les actions suisses sont nettement plus marqués que sur les titres mondiaux.
- La plus forte augmentation est enregistrée par la part croissante des obligations hypothécaires.
- Les risques de concentration restent d'actualité, mais ne nécessitent pas pour l'instant d'ajustement fondamental du portefeuille.

tions des actions suisses les plus importantes n'ont certes pas augmenté autant que celles des actions mondiales, mais le risque de concentration reste nettement plus élevé.

L'une des causes de ces risques de concentration élevés est la structure quasi inchangée du marché suisse des actions : plus de la moitié de la capitalisation boursière est concentrée entre les cinq plus grandes valeurs (Nestlé, Novartis, Roche, UBS, Zurich Insurance). La deuxième raison est la forte pondération du marché domestique. Dans la fortune totale du 2e pilier, environ un tiers du portefeuille d'actions est investi dans des actions suisses, alors que leur capitalisation boursière ne représente qu'environ 2 % du volume mondial. Nestlé reste ainsi la valeur individuelle la plus importante, suivie de Novartis et Roche.

Obligations en monnaies étrangères
Cette augmentation de la concentration s'explique principalement par l'endettement plus élevé des États-Unis. À noter : les obligations d'État américaines et la Federal National Mortgage Association représentent ensemble plus d'un quart du segment des obligations en devises étrangères. La Chine et le Japon font également partie des contreparties importantes dans cette catégorie.

Obligations en francs suisses
La concentration s'est également accrue pour les obligations en francs suisses. La part des lettres de gage – émises par les deux centrales d'émission, la Banque hypothécaire des établissements suisses de crédit hypothécaire et la Centrale de lettres de gage des banques cantonales suisses – dans les portefeuilles des caisses de pensions est passée de 1.1 % à 2.6 %. La part des obligations hypothécaires est ainsi plus élevée que celle des cinq principaux placements en actions au niveau mondial.

Malgré le faible risque de crédit des obligations hypothécaires (il n'y a jamais eu de défaillance depuis l'adoption de la loi sur les obligations hypothécaires en 1931), la concentration croissante du secteur immobilier est frappante, notamment dans le contexte de l'augmentation des allocations dans les placements immobiliers eux-mêmes. La part des emprunts fédéraux suisses est restée à peu près stable. Les cantons et les banques cantonales constituent d'autres contreparties importantes.

Risques sous contrôle

Malgré l'attention croissante portée à la concentration des investissements dans les grandes entreprises américaines, on ne constate globalement aucune augmentation significative des risques de concentration dans les portefeuilles des caisses de pensions.

L'analyse montre que si la part des plus grandes entreprises sur les marchés mondiaux et suisses a augmenté, ces changements restent relativement modérés dans le contexte d'une large diversification. L'augmentation la plus notable concerne les lettres de gage (hausse de 1.1 % à 2.6 %), mais cette évolution reste dans des limites acceptables. Bien que les risques de concentration aient augmenté dans toutes les classes d'actifs, les principes fondamentaux de la diversification restent intacts.

Les manuels à l'épreuve de la réalité

Les hypothèses de corrélation basées sur des données historiques font souvent l'objet de critiques. L'argument « cette fois-ci, c'est différent » est généralement avancé pour affirmer que les hypothèses de corrélation théoriques ne sont plus valables.

Bien sûr, les hypothèses de corrélation sont soumises à une marge d'erreur et ne décrivent que des relations statistiques générales. Néanmoins, certains effets de corrélation s'avèrent étonnamment stables dans de nombreux cas. Les récentes turbulences sur les marchés liées à l'annonce de droits de douane élevés sur les importations américaines (« Liberation Day ») en ont fourni une illustration concrète.

Alors que les marchés boursiers ont subi une forte correction en raison des incertitudes mondiales, les obligations d'État se sont révélées être une classe d'actifs robuste. Les obligations de la Confédération, particulièrement importantes pour les caisses de pensions suisses, ont enregistré des rendements positifs pendant cette crise. La hausse des primes de risque de crédit sur les obligations d'entreprises devrait également être considérée comme directement liée à l'évolution des marchés boursiers. Enfin, comme lors de presque toutes les crises mondiales, le franc suisse s'est nettement apprécié dès le début des turbulences sur les marchés.

Cette évolution correspond aux hypothèses de corrélation habituelles pour les facteurs de risque essentiels pour les caisses de pensions, tels que les actions, les emprunts gouvernementaux, les obligations d'entreprises et le franc suisse.