



# Assemblée générale

Distr. générale  
21 septembre 2010  
Français  
Original : anglais

Soixante-cinquième session  
**Cinquième Commission**  
Point 137 de l'ordre du jour  
**Régime des pensions des Nations Unies**

## **Investissements de la Caisse commune des pensions du personnel des Nations Unies et mesures prises pour les diversifier davantage**

### **Rapport du Secrétaire général**

#### **I. Introduction**

1. La gestion des investissements de la Caisse commune des pensions du personnel des Nations Unies relève de la responsabilité fiduciaire du Secrétaire général de l'Organisation des Nations Unies qui, dans l'exercice de cette responsabilité, consulte le Comité des placements et tient compte des observations du Comité mixte de la Caisse et de l'Assemblée générale quant à la politique à suivre. Le Comité des placements conseille le Secrétaire général sur l'orientation de la stratégie d'investissement et examine les investissements de la Caisse lors de ses réunions trimestrielles. Le Secrétaire général aux services centraux d'appui est le Représentant du Secrétaire général pour les investissements de la Caisse, sur lesquels il exerce par délégation la responsabilité financière confiée au Secrétaire général. Il est secondé par le personnel de la Division de la gestion des investissements. Tout investissement doit satisfaire aux critères suivants : sécurité, rentabilité, liquidité et convertibilité.

2. Le présent rapport traite de la gestion des investissements de la Caisse pendant la période allant du 1<sup>er</sup> avril 2008 au 31 mars 2010, pour ce qui est du rendement et de la diversification du portefeuille de la Caisse et des investissements liés au développement.

#### **II. Modifications intervenues pendant l'exercice biennal**

3. Pendant la période biennale qui s'est achevée le 31 mars 2010, les marchés financiers ont été ébranlés par les ondes de choc produites par la contraction économique la plus profonde et la plus synchronisée qui ait été enregistrée depuis la



Grande Dépression. La faillite de Lehman Brothers, en septembre 2008, a été la faillite la plus retentissante de l'histoire et a, partout dans le monde, suscité parmi les établissements financiers un sentiment de crainte et de méfiance qui a profondément affecté le crédit et la possibilité, aussi bien pour les pays que pour les entreprises, d'obtenir un financement : un nombre record de pays a dû demander une assistance au Fonds monétaire international, tandis que les banques centrales sont intervenues de différentes façons pour aider les institutions financières en difficulté. Les mesures adoptées par les gouvernements pour faire face à la crise ont elles-mêmes remis en question l'impartialité des mécanismes de soutien, les dépôts garantis par l'État, par exemple, attirant des fonds d'autres parties du système bancaire.

4. La reprise boursière qui a suivi la baisse des cours, tombés à leur niveau le plus bas en mars 2009, a entraîné un soupir généralisé de soulagement. Les marchés ont repris leurs esprits après la contraction économique la plus profonde et la plus généralisée jamais enregistrée depuis la Grande Dépression et l'appétence au risque s'est améliorée, comme en témoignent les résultats meilleurs que la moyenne des éléments les plus faibles du secteur bancaire, de certaines sociétés immobilières, des titres de deuxième rang et même des obligations spéculatives. La Division de la gestion des investissements a considérablement réduit la proportion du portefeuille représentée par des actions pendant la crise financière et l'a par la suite considérablement accrue jusqu'en mars 2010, suivant la recommandation formulée par le Comité des placements en février 2009, en achetant pour plus de 2 milliards de dollars des États-Unis d'actions. Aidée en cela par la hausse des cours, la proportion du portefeuille représentée par des actions est passée de 51,9 % au 31 mars 2009 à 65,6 % au 31 mars 2010.

5. Les soldes des investissements de la Caisse en fin d'exercice pour 2008, 2009 et 2010, soit 40,6 milliards de dollars, 29,0 milliards de dollars et 38,3 milliards de dollars, respectivement, reflètent les résultats d'une sélection prudente des titres, d'une diversification du portefeuille au plan mondial et d'un rééquilibrage tactique des avoirs. La Division de la gestion des investissements a exploité les tendances positives de la Bourse et s'est également employée à renforcer l'infrastructure des placements et à réduire le coût des transactions.

6. Pendant la période de deux ans qui s'est achevée le 31 décembre 2009, la Caisse a réalisé un gain net de 412 millions de dollars. Malgré une instabilité boursière sans précédent, la Caisse avait, à la fin de 2009, des gains latents de 6 223 millions de dollars et des gains réalisés de 3 152 millions de dollars. La Caisse avait également enregistré une perte réalisée d'un montant brut de 2 741 millions de dollars à la suite des transactions effectuées pour améliorer la qualité globale du portefeuille. Ces pertes réalisées ont été imputables principalement à la vente de titres peu performants.

7. Dans une perspective à plus longue échéance, la performance du portefeuille de la Caisse a été supérieure à l'indice de référence 60/31 au cours des 3, 5, 7 et 10 dernières années. À long terme, la Caisse s'emploiera, par une gestion dynamique, à dépasser l'indice de référence au moyen d'une sélection judicieuse des titres et d'un rééquilibrage périodique du portefeuille conformément aux objectifs auxquels doivent répondre les placements de la Caisse. La Division de la gestion des investissements continue de s'attacher à équilibrer le risque toléré et le rendement attendu en répartissant les avoirs de la Caisse conformément à des objectifs d'allocation appropriés pour un horizon à long terme.

8. L'une des principales caractéristiques de la reprise des cours sur les principales places mondiales a été son inégalité. Les pays développés, ayant plus facilement accès aux marchés mondiaux des obligations, ont eu plus largement recours à l'emprunt que ce qu'aurait exigé une gestion plus saine. Si l'emprunt peut, en exerçant un effet de levier, accroître le rendement du capital lorsque la conjoncture est favorable, le fardeau de la dette devient une contrainte en période de récession. Le processus d'amortissement de l'emprunt dans les pays développés se poursuivra quelques années encore et il se peut que les petites entreprises aient plus de difficultés à avoir accès à un financement, ce qui risque d'affecter le bilan du secteur des entreprises et l'expansion économique. Heureusement, la Division de la gestion des investissements a, depuis 2007, privilégié les investissements dans les pays où les politiques en matière d'emploi et de gouvernance étaient les plus prudentes. La reprise a été plus rapide pour les pays et les entreprises dont le bilan était sain. Si le rendement du portefeuille de la Caisse a été supérieur à l'indice de référence, c'est notamment grâce au suivi du niveau des emprunts et du risque de crédit entrepris en 2007.

9. Pendant la période de turbulence qui a caractérisé les marchés des actions, la Division de la gestion des investissements s'est attachée surtout à organiser l'infrastructure de gestion du portefeuille de manière à protéger le principal et à éclairer le processus de prise de décisions concernant les placements. Que les tendances soient haussières ou baissières, il est possible de gérer certains types de coûts, comme ceux des services de courtage, de garde et de conseil. De plus, l'utilisation d'outils d'analyse et de gestion des risques dans le cadre du processus de prise de décisions peut également améliorer la performance à long terme du portefeuille de la Caisse. À cette fin, il a été lancé un nombre record d'appels à la concurrence pour l'acquisition du système de gestion des ordres et des logiciels de gestion des risques, les services de courtage, les analyses de l'exécution des transactions, les services de conseils en matière de placements, la comptabilité et la garde du portefeuille et les services du comptable centralisateur indépendant.

10. La Division de la gestion des investissements a commencé en janvier 2010 à utiliser un système de gestion électronique des ordres qu'elle a intégré au système sécurisé de télécommunications financières SWIFT (Société de télécommunications interbancaires mondiales) qui a été mis en service lors de la dernière réunion du Comité mixte. Les améliorations ainsi apportées au système ont débouché sur une infrastructure qui permettra à la Caisse de réduire les coûts ainsi que de renforcer la sécurité des transferts de fonds pendant bien des années encore.

11. Grâce à cette infrastructure améliorée, la Caisse est désormais un client plus sûr qui répond aux normes les plus élevées du secteur. Les contreparties n'ont plus à craindre qu'un ordre transmis par télécopie soit dépassé ou soit un double ou un faux, le système comportant les doubles contrôles requis. Aucun ordre ne peut être passé sur une seule signature, ce qui réduit le risque d'ordres incontrôlés. Des mécanismes visant à garantir le respect des règles établies ont été incorporés au système de gestion des ordres, de sorte qu'aucun ordre ne peut être transmis à un courtier tant que sa conformité aux politiques applicables n'a pas été vérifiée.

12. La Division de la gestion des investissements a remplacé la procédure de passation des ordres par télécopie par un nouveau système électronique de gestion des ordres qui renforcera la sécurité et les capacités d'exécution, de sorte que les ordres passés soient exécutés au mieux. Depuis la première transaction effectuée au moyen de ce nouveau système, le 8 janvier 2010, c'est celui-ci qui est peu à peu

utilisé pour les opérations d'achat ou de vente d'actions, de titres à revenu fixe et de devises et les virements. Pour la période qui s'est écoulée entre le 30 mai et le 31 août 2010, il a été exécuté par l'entremise de Charles River pour plus de 3,74 milliards de dollars de transactions.

13. Grâce au système informatisé de gestion des ordres, non seulement les ordres peuvent être passés de façon plus sûre, mais encore le système rend compte de toutes les étapes de chaque transaction, ce qui constitue une meilleure piste d'audit. La transparence de la piste d'audit, indépendamment de la confirmation qu'une opération a été dûment autorisée et par qui, présente d'autres avantages. La Division de la gestion des investissements peut maintenant déterminer si le courtier a effectivement reçu un ordre d'achat et déterminer si l'ordre a été exécuté au mieux. Grâce aux informations maintenant disponibles au sujet de l'exécution des ordres, la Division peut évaluer la qualité de l'exécution et noter les services de courtage reçus sur la base d'informations exactes sur le prix auquel a été opérée la transaction. L'on estime qu'une meilleure exécution des ordres pourrait accroître le rendement du portefeuille de la Caisse de l'ordre de 100 ou 200 millions de dollars par an. La Division de la gestion des investissements a l'intention de réaliser chaque année une analyse des services d'exécution des ordres fournis par les courtiers afin de s'assurer que la Caisse reçoit effectivement les sommes appropriées.

14. Consciente des risques que comportent les opérations dans le secteur des services financiers pour la réputation de l'Organisation, la Division de la gestion des investissements a non seulement veillé à ce que tous ses fonctionnaires se conforment au dispositif de transparence financière de l'Organisation des Nations Unies mais encore a mis en place une politique concernant les avoirs personnels de ses fonctionnaires et l'acceptation de dons et d'invitations pour manifester ainsi sa ferme volonté de voir respecter les normes de déontologie, de bonne gouvernance et d'intégrité les plus élevées. Si cette nouvelle politique concernant les avoirs personnels a été promulguée, c'est parce que le dispositif de transparence financière de l'Organisation ne donne qu'une image ponctuelle de la situation qui ne permet pas d'assurer le contrôle continu qui est indispensable pour surveiller les opérations personnelles des fonctionnaires de la Division dans le contexte des décisions d'investissement de la Caisse. Cette nouvelle politique, élaborée conformément aux meilleures pratiques internationales, a pour but de prévenir toute opération frauduleuse ou toute manipulation dans le contexte de la vente ou de l'achat de titres détenus ou devant être acquis par la Caisse.

15. Les organisations affiliées à la Caisse sont unanimes à penser que la Caisse devrait conserver sa solide structure de gestion interne et n'externaliser la gestion des investissements que pour des créneaux spécifiques, comme les sociétés à faible capitalisation ou les placements dans l'immobilier ou les fonds de capital-investissement, dans le cas desquels la Division de la gestion des investissements ne peut pas employer à plein temps les spécialistes requis. Il est cependant apparu que, pour pouvoir identifier les possibilités d'investissement appropriées et opérer une sélection parmi la pléthore d'offres de placement tout en gérant au mieux les risques, les fonctionnaires de la Division avaient besoin des mêmes outils que ceux qu'emploient leurs concurrents d'autres investisseurs.

16. L'un des outils de travail qui faisaient le plus défaut à la Division de la gestion des investissements était un système moderne de la gestion des risques. Aussi la Division a-t-elle, avec le concours de la Division des achats, lancé un appel d'offres en vue de l'acquisition d'un logiciel de gestion des risques. À la suite d'études

approfondies, la Division a sélectionné RiskMetrics comme outil d'analyse des risques et de mesures de la performance. RiskMetrics est le principal concepteur de logiciels d'analyse des risques de portefeuille et d'optimisation de la performance et du rendement pour toutes les classes d'avoirs et monnaies dans lesquelles la Division diversifie les investissements de la Caisse. Le module d'analyse des contributions aux résultats du portefeuille, qui permet également d'analyser ces contributions par monnaie, décomposera la performance globale pour faire apparaître les différents éléments ayant contribué au rendement des placements. Le module d'optimisation du portefeuille permettra aux fonctionnaires chargés des placements d'obtenir les meilleurs rendements eu égard aux profits de risque. En outre, le logiciel RiskMetrics permet de procéder à des tests de résistance du portefeuille à l'éventualité de différents chocs économiques (élargissement des marges de crédit, hausse des taux d'intérêt, hausse des prix du pétrole ou attaques terroristes). Le Représentant du Secrétaire général et le Directeur de la Division ont signé le contrat avec RiskMetrics en mai 2010.

17. La Division de la gestion des investissements utilise depuis qu'existe la Caisse l'actuel modèle de conseillers en gestion, lequel apparaît cependant comme dépassé, comme l'ont établi des études de cabinets externes comme Mercer, Deloitte et Trocillo. Comme la fourniture de services de conseils en gestion sur une base non discrétionnaire est une activité de plus en plus rare, les risques de conflit d'intérêts se multiplient. La Division de la gestion des investissements a recommandé un nouveau cadre qui décomposerait la gamme de services de conseil, actuellement très large, en catégories plus spécifiques et éliminerait les doubles emplois existants. Ce cadre amélioré, qui a été examiné par le Comité des placements en juillet 2009, regroupera les services de conseils en trois catégories : conseil stratégique, recherche et décisions d'investissement. La Division des achats a entrepris d'organiser des appels d'offres pour la fourniture de services de conseil stratégique et de services de recherche au niveau des entreprises et au niveau macro global et l'acquisition de logiciels d'analyse des titres.

18. Afin d'affiner encore plus la proposition de la Division de la gestion des investissements, le Comité des placements a suggéré d'adopter la formule des fonds d'excellence afin d'obtenir en temps réel des acteurs les plus performants des indications concrètes sur l'allocation stratégique et tactique des avoirs de la Caisse. Il ne sera sélectionné que des fonds d'excellence caractérisés par une gestion durablement performante et indépendante, de solides processus de prise de décisions en matière d'investissement et une clientèle de haute qualité comprenant notamment des fonds de pension et des fonds souverains. La Division de la gestion des investissements pourra ainsi recevoir de ses conseils en gestion des avis discrétionnaires plus efficaces et plus opportuns tout en évitant les risques de conflit d'intérêts. La Division reverra les aspects pratiques de l'application de ce nouveau cadre après avoir sélectionné des conseillers en gestion pour d'autres catégories d'actifs, y compris les actifs non classiques, pour lesquels la Division des achats a également entrepris de préparer un appel d'offres en vue de recruter un conseiller.

19. La Division de la gestion des investissements a également introduit un système visant à documenter les motifs à la base de chaque achat de titres et les principaux facteurs de risque à surveiller. Les raisons ayant justifié l'achat de chacun des titres détenus en portefeuille seront examinées périodiquement afin de réaliser une prise de bénéfices mieux appropriée et de fixer des seuils de vente en cas de besoin. Ce cadre de référence sera électroniquement relié à chaque investissement dans le système Charles River de gestion des ordres.

20. La Division de la gestion des investissements s'emploie continuellement à exploiter les possibilités de diversifier davantage le portefeuille afin d'améliorer le profil risque-rendement des placements. Elle a sélectionné un spécialiste hors classe des placements dans les classes d'actifs non classiques et est sur le point de signer un contrat avec un conseiller en matière de placements dans des fonds de capital-investissement qui lui fournira des conseils concernant les investissements dans les secteurs de l'équipement, de l'agriculture et du bois de construction. Elle a également signé le 30 juin 2010 un contrat avec l'African, Latin American and Caribbean Private Equity Fund, géré par l'Asset Management Company de la Société financière internationale. Le Comité des placements a souscrit à cette approche lors de la réunion qu'il a tenue le 10 mai 2010. L'appel d'offres pour la sélection d'un conseiller non discrétionnaire pour les fonds de capital-investissement et les fonds spéculatifs gigognes a été lancé et l'évaluation technique est sur le point d'être achevée.

21. Un nouveau contrat de cinq ans a été signé en décembre 2008 avec Nikko Asset Management, sélectionné à la suite d'un appel d'offres comme conseiller non discrétionnaire de la Caisse pour l'allocation globale des avoirs et les titres asiatiques. Les contrats de conseillers non discrétionnaires en gestion avec Fiduciary Trust Company International et BNP Paribas ont été prolongés jusqu'au 31 décembre 2010. Ces conseillers sont responsables des principaux éléments du portefeuille de la Caisse, dont l'allocation globale des avoirs, le portefeuille global de titres à revenu fixe et les portefeuilles d'actions de sociétés d'Amérique du Nord, des pays développés et des pays émergents d'Europe, d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Afrique. La Division de la gestion des investissements a privilégié le processus de sélection d'un conseiller en gestion des titres à revenu fixe en raison du manque de spécialistes internes et de l'importance que cette catégorie d'avoirs revêt pour la Caisse. La Division s'emploie actuellement, avec le concours de la Division des achats et du Bureau des affaires juridiques, à négocier le contrat devant être conclu avec le prestataire de services.

22. Un nouveau contrat a été signé le 1<sup>er</sup> décembre 2009 avec Fisher Investments, qui est le conseiller en gestion du compte des sociétés à faible capitalisation des États-Unis et le 4 janvier 2010 avec Eagle Asset Management. La Division de la gestion des investissements a accru la pondération de cette classe d'actifs, comme convenu par le Représentant du Secrétaire général à la suite de la réunion tenue par le Comité des placements le 19 octobre 2009. Au 31 mars 2010, les deux gérants externes administraient un portefeuille d'actions de sociétés américaines de 741 millions de dollars, montant représentant environ 7 % du total du portefeuille de titres américains, contre 4,6 % (442 millions de dollars) au 31 août 2009. La pondération recommandée par le Comité des placements était de 8 %/plus ou moins 2 %. Indépendamment des titres déjà détenus en portefeuille, la Division de la gestion des investissements a accru le montant des fonds confiés à ces gérants de 55 millions de dollars dans le cas d'Eagle et de 95 millions de dollars dans le cas de Fisher lors du renouvellement de leurs contrats respectifs. Par la suite, un nouveau montant de 75 millions de dollars a été placé auprès de Fisher à la fin du mois de mars 2010. Ainsi, l'allocation actuelle entre ces deux gérants est d'environ 35 % pour Eagle (placements « de base » dans des sociétés à faible capitalisation) et de 65 % pour Fisher (placements « valeur » dans des sociétés à faible capitalisation). Pour l'avenir, il serait bon que la Division de la gestion des investissements retienne les services d'un gestionnaire des actions de sociétés à faible capitalisation offrant des perspectives prometteuses de croissance. La Division continuera de collaborer

avec la Division des achats pour retenir les services d'un consultant indépendant afin de rationaliser le processus de recrutement de gérants spécialisés, conformément aux pratiques optimales suivies dans le secteur.

23. Un nouveau contrat de cinq ans a également été conclu le 17 octobre 2008 avec Baillie Gifford, cabinet qui gère pour le compte de la Caisse un portefeuille d'actions de sociétés européennes à faible capitalisation. La conclusion avec Dimensional Europe d'un deuxième contrat de gestion du portefeuille d'actions de sociétés européennes à faible capitalisation a maintenant été autorisée. Étant donné la conjoncture, la Caisse a décidé de ne pas accroître son portefeuille d'actions de ce type de sociétés et n'a donc pas attribué le contrat en question avec Dimensional Europe. Un autre contrat, qui a pris effet le 1<sup>er</sup> août 2010, a été conclu avec un nouveau gérant du portefeuille d'actions japonaises à faible capitalisation.

24. La Division de la gestion des investissements, avec l'assistance de la Division des achats, lance actuellement le premier appel d'offres jamais organisé par la Caisse en vue d'obtenir les services d'un courtier en actions. Il a été décidé de lancer cet appel d'offres afin d'officialiser les relations entre la Division et les courtiers au moyen d'accords juridiques formels, comme cela avait été recommandé depuis longtemps et comme l'exigent le Règlement financier et les règles de gestion financière de l'Organisation. Cet appel d'offres constituera également pour la Division une occasion de passer en revue et d'améliorer son processus de sélection et d'évaluation des courtiers, ce qui se traduira non seulement par des processus plus efficaces mais aussi par des procédures plus équitables et plus transparentes. À l'issue de l'évaluation financière devant être réalisée par la Division des achats, la Division pourra appliquer un barème de commission plus compétitif et réduire les coûts de transaction.

25. L'indexation du portefeuille d'actions de sociétés d'Amérique du Nord, à laquelle le Comité mixte a donné son aval en juillet 2006, ainsi que des dépenses d'administration, approuvée par l'Assemblée générale en décembre 2006, a été remise à une date ultérieure en raison de la crise du crédit qui a commencé en août 2007. La Division de la gestion des investissements s'est attachée essentiellement à préserver le capital. Tant que persistera la crise financière, il sera tout particulièrement important d'éviter les secteurs les plus vulnérables, ce qui a été fait jusqu'à présent grâce à une gestion dynamique.

26. L'indexation est un outil qui peut être utile pour gérer avec plus de souplesse les actifs de la Caisse, en particulier pour affiner leur allocation. Comme l'indexation produit un rendement qui se rapproche de celui des marchés financiers dans leur ensemble, elle constitue un outil qui peut être exploité au mieux sur des marchés haussiers. Dans ce contexte, la Division de la gestion des investissements a procédé en janvier 2009 à une analyse des outils pouvant être utilisés pour rééquilibrer le portefeuille qui a été soumise au Comité des placements lors de sa réunion du 9 février 2009. Différents fonds indiciels, contrats à terme sur indices boursiers et approches fondées sur un « panier » ont été envisagés comme moyens pouvant être utilisés pour accroître rapidement et efficacement la proportion du portefeuille représentée par des actions. La Division de la gestion des investissements considère que des placements dans des fonds indiciels habituels pourraient ne pas être conformes à la politique de la Caisse qui interdit les placements dans les secteurs du tabac et des industries militaires. Les contrats à terme sur indice boursier sont certes des outils économiques et efficaces, mais leur utilisation présuppose l'existence de l'infrastructure nécessaire, y compris l'accès au

système SWIFT et à un système de gestion des ordres. Lors de la mise en place de l'infrastructure sécurisée requise, la Division a recommandé d'avoir recours à l'approche fondée sur le « panier » afin d'accroître la pondération représentée par des actions. En 2008, le Comité des placements a souscrit à cette recommandation mais a instamment engagé la Division à mettre en place l'infrastructure informatique nécessaire. En 2010, lorsque cela aura été fait, la Division utilisera les outils de rééquilibrage afin d'ajuster de façon opérationnelle la répartition tactique des actifs de la Caisse.

### **III. Conjoncture économique**

27. Le 20 septembre 2010, le National Bureau of Economic Research a « officiellement » déclaré que la récession est terminée aux États-Unis, et il est clair qu'une reprise est en cours. Comme le fléchissement de l'activité a commencé au quatrième trimestre de 2007, le National Bureau of Economic Research considère que cette « grande récession » a été l'une des plus longues jamais enregistrée. Cela dit, les bénéfices des sociétés américaines, selon les données du Bureau of Economic Analysis, sont en fait tombés à leur niveau le plus bas pendant le quatrième trimestre de 2008 avec une baisse de 25 % par rapport à la période correspondante de l'année précédente sur une base annualisée. Au quatrième trimestre de 2009, un an plus tard, les bénéfices avaient augmenté de 31 %, chiffre rarement dépassé. La rapidité de cette reprise s'explique notamment par les énergiques programmes de réduction des coûts mis en œuvre par les entreprises et par le secteur privé bien avant le ralentissement de l'activité. Ainsi, si les sociétés du secteur non financier sont sorties de la récession avec des bénéfices, des flux de trésorerie et des bilans relativement solides, la récession a affecté surtout l'emploi et la production. Par suite du ralentissement de l'activité économique, le fléchissement de la demande des consommateurs et d'une capacité de production excédentaire, les tendances de l'inflation sous-jacente, telles que mesurées par les indices des prix à la consommation et à la production calculés par le Ministère du travail des États-Unis, sont restés relativement modérés. Seuls ont fait exception les prix de certains produits de base, qui ont été influencés par l'évolution de l'offre et de la demande sur les marchés mondiaux.

28. L'économie canadienne a elle aussi enregistré une nette reprise après le creux cyclique de 2009. En mars 2010, le taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) réel canadien, corrigé de l'inflation, était de 0,6 % (Statistique Canada), alors qu'il était tombé à -0,9 % en décembre 2008. Sur une base annualisée, le taux de croissance du PIB a atteint 3,1 % en mars 2010, alors qu'il avait été de -4,1 % en juillet 2009. Le taux implicite de croissance du PIB enregistré pour le premier trimestre de 2010, qui s'est chiffré à 6,1 % sur une base annualisée, après correction de l'inflation, a été le plus élevé depuis septembre 2000. Au plus fort de la récession récente, en mars 2009, l'économie canadienne s'est contractée à un taux annuel de près de 7 %. L'économie canadienne se trouve dans une situation relativement viable du fait de la fermeté de la production du secteur manufacturier national, de l'augmentation des dépenses de consommation, de l'équilibre qui a régné dans le secteur du logement et de la solidité du secteur financier et du secteur bancaire en particulier. En outre, la reprise des cours mondiaux des produits de base a soutenu l'économie canadienne, la production et les exportations étant assez fortement tributaires des ressources naturelles. Le chômage, bien qu'élevé par rapport aux

tendances passées (8,2 % selon les données de mars 2010), a probablement atteint son maximum en août 2009 (8,7 %).

29. La conséquence la plus visible de cette période a été la refonte du système financier mondial. Particulièrement notable en raison des répercussions que ce « choc » systémique a eues sur l'économie réelle partout dans le monde, le système financier mondial n'a pas encore achevé le programme de réforme mis en œuvre pour remédier aux problèmes liés à la liquidité et à la solvabilité de différentes institutions financières. Les mesures extrêmes sans précédent adoptées par les autorités chargées de la politique budgétaire et monétaire ainsi que les initiatives politiques des organes gouvernementaux ont permis au système financier de survivre – il s'en est fallu de peu – à l'impact de la crise financière de 2008-2009. On s'interroge encore sur ce que seront en définitive les conséquences de ces mesures, l'interaction complexe entre le secteur financier et l'économie mondiale continuant d'évoluer. La situation demeure fluide et devra être suivie de près d'un œil prudent, car la reprise actuelle de l'activité économique mondiale demeure exposée à des risques de dérapage.

30. Le début de l'exercice qui s'est achevé le 31 mars 2009 a été marqué par les craintes suscitées par l'accélération de l'inflation, les prix des produits de base, et en particulier du pétrole, poursuivant sur leur lancée, ainsi que par les signes de ralentissement de l'activité économique en Europe entraîné par la perte de confiance des consommateurs et des entreprises. En Europe, le taux d'inflation a atteint 4 % en juin 2008, soit un taux bien supérieur à l'objectif de 2 %. Préoccupée par les risques d'inflation, la Banque centrale européenne a accru son taux directeur de 25 points de base. Au début du troisième trimestre de 2008, les perspectives économiques de l'Europe se sont assombries lorsque l'économie de la zone euro s'est contractée pour la première fois depuis plus de 10 ans. De plus, la confiance mondiale dans le système financier s'est effondrée lorsque Lehman Brothers, élément important d'un système financier déjà fragile, a fait faillite. En Europe, cela s'est traduit par la nationalisation de plusieurs banques et des garanties de prêts souverains ont dû être accordées à différentes banques pour rétablir la confiance dans le système bancaire. La gravité et la durée du gel du marché du crédit ainsi que le recul de la demande mondiale ont poussé l'Europe dans la récession au milieu de 2008. Dans un premier temps, les pays européens ont réagi en adoptant des programmes de stimulation économique représentant de 1,5 % à 4,4 % du produit intérieur brut sur la période 2008-2010. Les craintes provoquées par la sécurité de l'emploi ont également pesé sur les dépenses de consommation, bien qu'à un moindre degré dans les pays disposant de solides filets de sécurité sociale, les entreprises s'attachant à réduire les coûts et à préserver leur trésorerie. Au quatrième trimestre de 2008, le taux de chômage a atteint 8,5 % dans la zone euro et 6,5 % au Royaume-Uni. Face à la réduction des risques d'inflation et des perspectives de croissance, la Banque d'Angleterre et la Banque centrale européenne ont réduit leurs taux directeurs afin de stimuler le crédit et l'activité. En mars 2009, la Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre ont ramené leurs taux directeurs à 1,5 % et 0,5 %, respectivement. Pendant l'exercice, l'euro a baissé de 16,3 % par rapport au dollar des États-Unis, tombant de 1,58 à 1,32 dollar, tandis que la livre sterling a baissé de 28,0 % par rapport au dollar des États-Unis, tombant de 1,98 à 1,43 dollar.

31. Pendant l'exercice qui a pris fin en mars 2010, l'économie est sortie peu à peu de la crise financière, sous l'effet, pour une large part, des programmes de stimulation et des mesures d'assouplissement de la politique monétaire adoptée par les gouvernements. Pendant la première moitié de l'exercice, l'amélioration des

indicateurs économiques et un début de dégel du marché du crédit ont fait naître l'espoir que l'économie européenne avait cessé de se contracter. La confiance des consommateurs et des investisseurs s'est raffermie par suite de l'assouplissement du crédit, de l'accélération des dépenses publiques et de la modération des tendances inflationnistes. Cependant, les taux de chômage ont continué d'augmenter tandis que la demande est restée molle. En août 2009, les taux de chômage ont atteint 9,6 % et 7,9 % dans la zone euro et au Royaume-Uni, respectivement, soit les taux les plus élevés depuis 10 ans. Pendant cette période, la Banque centrale européenne a ramené son taux directeur à 1 %, tandis que la Banque d'Angleterre a maintenu le sien à 0,5 %. En outre, la Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre ont mis en œuvre des programmes exceptionnels d'achat de titres d'emprunt afin d'insuffler des liquidités sur les marchés. À la fin de la première moitié de l'exercice et grâce aux programmes de stimulation et aux politiques adoptés par les gouvernements, la plupart des pays d'Europe sont sortis de la récession. Le mouvement de reprise s'est étendu pendant la deuxième moitié de l'exercice, certains indicateurs dépassant ce qu'ils étaient avant la faillite de Lehman Brothers. Toutefois, en dépit de tendances plus prometteuses, la durabilité de la reprise est demeurée incertaine, les mesures de reconstitution des stocks et les programmes de stimulation n'ayant pas encore produit sur l'économie tout l'impact attendu. Les taux de chômage sont demeurés élevés. Les banques centrales, conscientes de la fragilité de la reprise, ont maintenu leurs taux directeurs à des niveaux modestes, mais la Banque centrale européenne a annoncé son intention de mettre fin peu à peu aux mesures exceptionnelles adoptées pendant la crise afin d'éviter l'apparition de pressions inflationnistes. Vers la fin de l'exercice, l'économie européenne paraissait sur la voie d'une reprise graduelle, mais les marchés ont commencé à se préoccuper de la situation des pays de l'Union européenne les plus fortement endettés. Les risques de défaillance des emprunteurs souverains ont augmenté et les marges entre les obligations d'État ont atteint en Europe des niveaux qui ne s'étaient jamais vus depuis la naissance de l'Union européenne. Les taux de change de l'euro par rapport aux autres monnaies ont été soumis à de fortes pressions à la baisse, certains opérateurs commençant à douter de la cohésion de l'Union européenne. L'Union européenne a alors, avec un cofinancement du Fonds monétaire international, mis sur pied un mécanisme de prêts de dernier ressort d'un montant de 750 milliards d'euros auquel pourraient avoir accès les pays membres au cours des trois années suivantes, à charge pour eux de s'engager à adopter de nouvelles mesures de réduction de leurs déficits budgétaires. Le taux de change de l'euro a été extrêmement variable pendant l'exercice, atteignant 1,51 dollar des États-Unis le 25 novembre, la reprise économique s'accélérait, avant de tomber à 1,33 dollar le 25 mars, lorsque les risques de défaillance des emprunteurs souverains se sont aggravés. De même, la livre sterling s'est raffermie par rapport au dollar des États-Unis, atteignant 1,70 dollar le 5 août avant d'entamer en novembre une tendance à la baisse sous l'effet des préoccupations croissantes causées par les résultats des élections, pour tomber à 1,52 dollar le 31 mars 2010.

32. Au Japon, la crise financière mondiale a entraîné un sérieux fléchissement de l'économie pendant l'exercice 2008 mais, l'exercice suivant, le bilan de l'activité s'est amélioré par suite du dynamisme de la reprise enregistrée sur les marchés émergents, et en particulier en Chine. En mars 2009, l'indice de confiance des principales entreprises industrielles japonaises, calculé d'après les résultats de l'enquête Tankan, réalisée par la Banque du Japon, était tombé de 5 en juin 2008 à -58, chiffre le plus bas enregistré depuis la première enquête, en 1974, mais a repris depuis lors pour se situer à -14 en mars 2010. Les programmes de stimulation

adoptés dans les grands pays industrialisés ont soutenu la demande de biens durables comme les automobiles et les récepteurs de télévision, ce qui n'a pas manqué de soutenir les exportations japonaises. La valeur mensuelle des exportations du Japon, qui ne cessait de baisser depuis octobre 2008 et avait reculé de 49 % en février 2009 par rapport à la période correspondante de l'année précédente, est redevenue positive en décembre 2009 et a augmenté à un rythme annuel de 20 à 40 % en 2010. La croissance de la production industrielle est également devenue positive en décembre 2009 pour la première fois depuis 14 mois et a atteint un taux de 32 % par rapport à la période correspondante de l'année précédente en mars 2010. La croissance du produit intérieur brut a elle aussi été positive pendant le premier trimestre de 2010 après avoir été négative pendant sept trimestres consécutifs. La demande intérieure, cependant, ne fait pas encore apparaître de signes de reprise et, en mars 2010, le taux de chômage demeurait élevé (4,9 %) et les dépenses d'équipement modestes. Bien que la Banque du Japon ait manifesté sa volonté de combattre la déflation en assouplissant la politique monétaire, l'indice sous-jacent des prix à la consommation demeure négatif depuis février 2009. Pendant la période biennale qui a pris fin en mars 2010, le yen s'est raffermi par rapport à toutes les principales monnaies. Ainsi, le taux de change du dollar des États-Unis, qui était de 108,80 yen en août 2008, est tombé à 86,41 yen fin mars 2010. Le yen s'est apprécié encore plus par rapport à l'euro, dont le taux de change, qui s'établissait à 168,39 yen en juillet 2008, n'était plus que de 121,26 yen en février 2010.

33. Pendant la période biennale qui s'est achevée en mars 2010, le bilan de l'activité en Australie a été meilleur que dans la plupart des pays développés, le pays ayant échappé à la récession pendant toute la crise financière mondiale. Des mesures énergiques ont été adoptées dans les domaines monétaire et budgétaire pour soutenir l'économie nationale, tandis que les programmes de stimulation mis en œuvre par la Chine ont beaucoup raffermi la demande de produits australiens. Le Gouvernement a distribué aux ménages 12 milliards de dollars australiens et a dépensé 22 milliards de dollars australiens en projets d'infrastructure. La Banque centrale a commencé à réduire son taux d'intérêt de référence en septembre 2008, lequel avait, en mai 2009, été réduit au total de 425 points de base et ramené à 3,0 %, chiffre le plus bas depuis 49 ans, afin de prévenir une récession. En novembre 2009, la Banque centrale est devenue la première des pays du G-20 à relever les taux d'intérêt, les indicateurs économiques montrant que l'expansion économique avait commencé à s'accélérer sous l'effet de l'assouplissement des politiques budgétaire et monétaire. Le taux de croissance du PIB a atteint, en mars 2010, 2,7 % après être tombé à 0,9 % en mars 2009, contre 3,3 % en mars 2008. Le taux de chômage, quant à lui, est passé de 4,0 % en mars 2008 au chiffre record de 5,8 % en juin 2009, avant de retomber à 5,3 % en mars 2010. Le taux annualisé d'augmentation de l'indice australien des prix à la consommation est tombé à 2,9 % en mars 2010 après avoir atteint 5,0 % en septembre 2009, contre 4,2 % en mars 2008, soit un chiffre correspondant à la fourchette optimale de 2 à 3 % fixée par la Banque centrale. Durant la période biennale, le dollar australien s'est apprécié de 0,55 % par rapport au dollar des États-Unis.

34. Pendant l'exercice 2008, par suite de la crise financière mondiale, le PIB de la Région administrative spéciale chinoise de Hong Kong s'est contracté de 2,7 % par rapport à l'année précédente mais a augmenté en 2009 avec une moyenne de 2,5 % lorsque l'activité économique mondiale, mue par la Chine et les autres pays émergents, a repris. Du fait de la modicité des taux d'intérêt, d'une offre limitée,

d'un bon rapport qualité-prix et de la demande d'acheteurs de la Chine continentale, les prix de l'immobilier ont poursuivi leur tendance à la hausse. En mars 2010, l'indice des prix à la consommation avait augmenté de 2,0 % après avoir baissé de 1,6 % en août 2009 par rapport à l'année précédente. Les ventes au détail se sont accrues rapidement après sept mois consécutifs de recul entre février et août 2009, leur taux annuel de croissance passant de 2,4 % en septembre 2009 à 19 % en mars 2010. À Singapour, le PIB a reculé de 4,2 % pendant l'exercice 2008 mais s'est accru de 4,0 % en 2009 lorsque la reprise de l'activité économique dans le monde a entraîné une nette augmentation des exportations autres que de produits pétroliers, lesquels, après avoir baissé pendant 18 mois consécutifs entre mai 2008 et octobre 2009, s'étaient accrus à un rythme annuel de 8,7 % en novembre 2009 et de 25,4 % en mars 2010. Pendant la période biennale, le dollar de Singapour s'est déprécié de 1,4 % par rapport au dollar des États-Unis.

35. Pendant la période biennale qui s'est achevée en mars 2010, le bilan de l'activité économique a beaucoup fluctué dans les pays émergents. En début de période, ces pays ont été fortement ébranlés par le ralentissement soudain de l'activité dans les pays développés. La fin de cette période, cependant, a été caractérisée par une reprise synchronisée grâce à l'effet de stimulation sans précédent des politiques budgétaires. Le taux de croissance économique des pays émergents et des pays en développement est tombé de 6,1 % en 2008 à 2,5 % en 2009 avant de se raffermir au début de 2010.

36. La Chine a encore une fois été, parmi les pays émergents d'Asie, celui qui a connu la plus forte expansion économique, avec un taux de croissance du PIB de 9,6 % en 2008 et de 9,1 % en 2009 par suite, pour l'essentiel, d'un programme de stimulation de 4 000 milliards de yuan. Sur une base trimestrielle, le taux de croissance du PIB est tombé à 6,2 % pendant le premier trimestre de 2009 avant de remonter à 11,9 % pendant le premier trimestre de 2010. Les exportations ont considérablement baissé en 2008 mais se sont améliorées depuis lors. Les autres indicateurs économiques, comme ceux de la production industrielle, des ventes au détail et des investissements en capital fixe en milieu urbain, sont restés solides ou ont également repris au début de 2010. Pendant cette période, la Chine est devenue le premier marché mondial de l'automobile et a dépassé l'Allemagne pour devenir le plus gros exportateur mondial. Les indicateurs de la masse monétaire et du crédit, dont la baisse en 2009 a permis à la Banque centrale de réduire quelque peu les taux d'intérêt, laissent aujourd'hui entrevoir un risque croissant de surchauffe. Les autorités ont adopté des politiques plus restrictives dans les domaines des prêts bancaires et du logement, mais il est apparu à nouveau nécessaire de mettre l'accent sur une réforme progressive du mécanisme des taux de change. La Chine constitue une priorité élevée pour la Caisse. À la deux cent cinquantième réunion du Comité des placements, il s'est tenu à Beijing des réunions avec un certain nombre d'économistes réputés et de représentants des organes de réglementation afin de déterminer quels autres placements seraient prudents sur le marché chinois, extrêmement dynamique, des actions de classe « A ». La Caisse détient actuellement dans son portefeuille des actions cotées à Hong Kong plutôt qu'à Shanghai. Ces réunions ont débouché sur l'établissement d'un mécanisme formel de communication et de concertation entre la Caisse et le Gouvernement chinois et ont également donné au Comité des placements la possibilité d'évaluer les plans élaborés par les autorités pour promouvoir le progrès social et économique. Le marché des actions de classe « A » est aujourd'hui le principal moyen utilisé par les

entreprises chinoises pour mobiliser des fonds et la large diversité des titres proposés devrait offrir à la Caisse d'intéressantes perspectives d'investissement.

37. L'Inde, pays qui revêt lui aussi une priorité élevée, a continué pendant la période considérée d'enregistrer un taux d'expansion économique particulièrement élevé. Le PIB indien s'est accru de 6,4 % en 2008, rythme qui s'est légèrement ralenti pour tomber à 5,7 % en 2009, avant de s'accélérer à nouveau lorsque l'élévation des revenus a accru la demande d'automobiles, de téléphones cellulaires et de services de transports aériens, tandis que les exportations ont augmenté parallèlement à la reprise de l'activité économique mondiale. Il est probable qu'en 2010, les salaires en Inde augmenteront plus rapidement que n'importe quel autre pays de la région de l'Asie et du Pacifique. Le taux d'inflation, tel que reflété dans l'indice des prix de gros, a atteint 9,89 % par suite de la flambée des prix des denrées alimentaires et de l'augmentation des impôts sur le pétrole brut et les produits raffinés. Craignant une accélération de l'inflation, la Banque centrale a relevé les taux d'intérêt.

38. La République de Corée, qui est lourdement tributaire des exportations, lesquelles représentent 60 % de l'économie, a été durement touchée par le fléchissement de la demande mondiale. Le recul des exportations a entraîné une baisse marquée du won coréen. En outre, l'aggravation du chômage s'est traduite par une réduction des dépenses de consommation. L'activité a repris au cours du premier trimestre de 2010 grâce à l'augmentation de la demande dans le secteur de l'électronique, ce qui a encouragé un raffermissement de la consommation privée, l'indice de confiance des entreprises du secteur manufacturier atteignant son niveau le plus élevé depuis plus de sept ans. Le won est depuis lors revenu à un niveau proche de ce qu'il était avant la crise. L'inflation demeurant modérée, la Banque de Corée a maintenu ses taux d'intérêt de référence à 2 % afin d'encourager les dépenses des entreprises et des consommateurs.

39. En Amérique latine, le PIB du Brésil a reculé de 0,2 % en 2009 après avoir enregistré une croissance de 5,1 % en 2008. Pendant le quatrième trimestre de 2008, l'activité s'est ralentie lorsque les entreprises, craignant un fléchissement de la demande et un resserrement du crédit, ont revu à la baisse leurs perspectives d'emploi et de ventes. Le Gouvernement a réagi en réduisant les taxes sur les ventes de biens durables et s'est engagé à soutenir les programmes de travaux publics, tandis que la Banque centrale a réduit le taux de l'argent au jour le jour. La reprise qui a commencé à partir de la fin de 2009 a montré que les politiques budgétaires adoptées par le Gouvernement ont réussi à stimuler les dépenses de consommation et les investissements en capital fixe. Pendant le premier trimestre de 2010, le PIB s'est accru à un rythme de 9,0 % et les ventes au détail de 9,1 %, chiffre le plus élevé depuis 2001. Plus récemment, les autorités, soucieuses de ralentir la croissance de l'économie et de maîtriser l'accélération de l'inflation, ont porté le taux Selic de référence à 10,25 %. Le Mexique, dont l'économie est étroitement liée à l'évolution cyclique de l'activité aux États-Unis, a également connu une contraction: le taux de croissance du PIB est tombé de 1,5 % en 2008 à -6,5 % en 2009.

40. Pendant le premier trimestre de 2010, en revanche, le taux annuel de croissance du PIB mexicain a atteint 9,9 %, l'accroissement de la demande du secteur manufacturier se traduisant par un accroissement des exportations. La hausse des prix à la consommation a récemment atteint 4,3 %, mais la Banque du Mexique a maintenu son taux d'intérêt de référence à 4,5 %. Au Chili, l'activité

s'est ralentie lorsque la récession dans les pays développés a réduit la demande de cuivre, principale exportation du pays. Cependant le taux de croissance est redevenu positif et a atteint 2,10 % pendant le quatrième trimestre de 2009 grâce à la baisse sans précédent des taux d'intérêt et au raffermissement de la demande mondiale de produits de base.

41. Les pays d'Europe orientale ont été, pendant la période considérée, les pays émergents où la conjoncture a été la plus changeante. En Fédération de Russie, le taux de croissance de l'économie s'est ralenti par suite, principalement, de la baisse des prix des produits de base, et le rouble s'est considérablement déprécié. Le taux de croissance est tombé de 5,6 % en 2008 à -7,9 % en 2009 et s'est ensuite accéléré pour atteindre 2,9 % au cours du premier trimestre de 2010, parallèlement à la remontée des prix de l'énergie et des métaux. La Banque centrale a ramené ses taux directeurs à 7,75 %, niveau auquel ils n'étaient encore jamais tombés. D'autres pays de la région Europe, Moyen-Orient et Afrique, comme la Hongrie, la Pologne, la République tchèque et la Turquie, ont enregistré une réduction des courants de capitaux et des déficits élevés de leurs balances des opérations courantes et ont adopté une politique monétaire défensive. La crise financière mondiale asséchant les investissements et la récession en Europe occidentale réduisant la demande de leurs exportations, la production industrielle a nettement fléchi dans ces pays. Les pays d'Europe orientale ont connu un début de reprise à partir de la fin de 2009, la production industrielle augmentant sous l'effet de l'accroissement de la demande d'articles manufacturiers dans les pays de l'Union européenne. La Turquie a réussi à faire face au choc sans avoir à demander une aide extérieure et a enregistré une solide reprise lorsque la réduction du chômage et l'augmentation de la consommation privée se sont confirmées. En Afrique du Sud, l'activité manufacturière s'est ralentie, lorsque la récession mondiale a réduit la demande d'exportations et la production dans le secteur de l'automobile et les secteurs autres que l'industrie des métaux. Bien que la situation de l'emploi demeure problématique en Afrique du Sud, la plupart des indicateurs économiques permettent de conclure que le pays est sorti de la récession. L'augmentation de la demande mondiale d'exportations a eu un effet bénéfique sur la production manufacturière de l'Afrique du Sud, y compris dans le secteur des métaux, qui occupe une place importante dans l'économie.

42. En résumé, l'activité économique dans les pays émergents a enregistré une contraction avant de reprendre sous l'effet de politiques monétaires et budgétaires visant à rendre son dynamisme à l'économie. Le pire de la crise économique mondiale étant maintenant passé, l'année à venir pourra être difficile, les programmes de stimulation budgétaire touchant à leur fin et la menace de l'inflation pouvant se traduire par des hausses des taux d'intérêt. Les pays émergents ont été les principaux moteurs et les principaux bénéficiaires de la prospérité économique qui a caractérisé ces dix dernières années. Il est probable qu'ils continueront plusieurs années encore à connaître une croissance économique plus rapide que le reste du monde. Si ces pays ne sont pas tous comparables, ils n'ont pas moins, d'une manière générale, bénéficié d'une situation politique stable, de cadres politiques plus favorables, de réformes institutionnelles et d'une meilleure gouvernance. La plupart des pays ont mis en place des politiques monétaires crédibles et disposent de solides réserves. Comme suite à la libéralisation des échanges mondiaux et à la déréglementation des marchés, les pays émergents exportateurs ont accumulé de respectables excédents commerciaux, tandis que les pays industrialisés sont confrontés à des déficits de plus en plus sérieux de leurs balances courantes. Bien

que la situation se soit améliorée au cours des deux ou trois dernières années, les préalables du développement du secteur privé au cours de la décennie à venir demeureront une meilleure gouvernance au niveau aussi bien de l'État que des entreprises ainsi que des systèmes judiciaires plus efficaces. À plus longue échéance, à mesure que de plus en plus de pays émergents atteindront la masse économique critique nécessaire pour se découpler quelque peu des pays développés, leurs perspectives devraient demeurer prometteuses, grâce à des bases économiques qui devraient demeurer solides, et la Caisse continuera sans doute de privilégier les investissements dans les pays en développement.

43. Au cours de la période biennale qui s'est achevée en mars 2010, le portefeuille de titres à revenu fixe a souffert d'une grave crise du crédit, suivie par une intervention massive des États ou des préoccupations croissantes concernant les emprunts souverains. En 2008, les problèmes surgis sur le marché hypothécaire et les marchés à titres adossés à des crédits immobiliers aux États-Unis ont failli entraîner un effondrement total du système financier mondial. Après la faillite de Lehman Brothers, le Gouvernement des États-Unis s'est efforcé de mettre sous séquestre les géants du marché hypothécaire que sont Fannie Mae et Freddie Mac. Dans le monde entier, les institutions financières se sont trouvées face à un problème de liquidité qui est venu se greffer sur la récession économique. Les investisseurs se sont tournés vers la sécurité relative des obligations d'État et la valeur refuge du dollar des États-Unis. Face à la crise, les banques centrales ont considérablement réduit leurs taux directeurs et ont mis en œuvre des programmes d'achat d'actifs tandis que les gouvernements ont lancé d'immenses programmes de stimulation, notamment en recapitalisant et en garantissant les banques en difficulté. Ces efforts ont commencé à porter leurs fruits en 2009. Peu à peu, la confiance a commencé à revenir dans le secteur bancaire et les marchés des capitaux ont rouvert leurs portes. L'activité économique, après être tombée au plus bas, a repris, même si ce n'est que de façon hésitante. Les marchés des obligations se sont stabilisés et les secteurs les plus durement touchés, comme les marchés des obligations de sociétés, ont commencé à reprendre pied. En fin de période, néanmoins, l'impact de la crise du crédit continue de se faire sentir. Au début de 2010, les marchés obligataires ont commencé à se préoccuper de la situation des crédits souverains, les gouvernements ayant émis des emprunts sans précédent pour financer leurs programmes de stimulation. Il est probable que les marchés des titres à revenu fixe demeureront incertains aussi longtemps que le rythme de la reprise économique ne sera pas mieux assuré et qu'il ne se sera pas établi un meilleur équilibre entre les mesures de soutien budgétaire visant à aiguillonner l'expansion et le fardeau représenté par la dette publique.

44. Au cours de la période biennale qui s'est achevée le 31 mars 2010, le ralentissement des investissements qui avait commencé pendant la crise du crédit de 2007 s'est accentué sur les marchés de l'immobilier commercial. Après l'effondrement de Lehman Brothers, en septembre 2008, les prix de l'immobilier ont beaucoup baissé au cours des troisième et quatrième trimestres de l'année. Alors qu'avant le quatrième trimestre de 2008, les prélèvements de capitaux effectués par les gestionnaires des fonds immobiliers étaient en moyenne de 80 millions de dollars par trimestre, ce chiffre n'était plus que de 40 millions de dollars en moyenne par trimestre en 2009 et pendant le premier trimestre de 2010. Les nouveaux engagements dans des fonds immobiliers se sont asséchés en août 2008 ou il n'en a été enregistré qu'un seul, d'un montant modeste, pendant le reste de la période biennale, en décembre 2009. Pendant la période considérée, la Division de

la gestion des investissements a mis l'accent sur la gestion des actifs de ses fonds existants, ce qui l'a conduit à remplacer l'un de ses gestionnaires au Japon et à restructurer ses relations avec deux autres.

45. La recherche de nouvelles possibilités d'investissement, surtout au Japon et en Asie en général, a commencé pendant le premier trimestre de 2010; la dichotomie apparue en 2009 sur les marchés de l'immobilier a persisté avec, d'un côté, les marchés à forte croissance comme le Brésil, la Chine et l'Inde, et, de l'autre, les marchés plus maussades comme le Japon, les États-Unis et l'Europe. Sur les marchés à forte croissance, l'attention continue de se porter sur la promotion immobilière tandis que, sur les autres, les efforts sont axés sur les biens immobiliers dont ne peuvent se défaire des banques peu capitalisées. La reprise de la croissance sur les marchés japonais, américains et européens de l'immobilier n'était guère brillante à la fin de la période biennale, ce qui s'est traduit par une dégradation continue des indicateurs, ce qui, à son tour, a découragé les investissements dans ce secteur.

#### **IV. Diversification du portefeuille**

46. La diversification du portefeuille, qui consiste à répartir les investissements entre différentes classes d'actifs sur différents marchés, a pour but de limiter les risques sans qu'il en résulte une réduction proportionnelle du rendement global. La large diversification par monnaie, classe, actifs et régions que pratique la Caisse reste pour elle un moyen efficace d'améliorer le positionnement risque-rendement de son portefeuille sur le long terme. En s'attachant à diversifier ses investissements dans une optique véritablement mondiale, la Caisse se distingue de tous les autres grands fonds de pensions.

47. Pendant la période biennale qui a pris fin le 31 mars 2010, la part représentée par les actions dans le portefeuille de la Caisse a été maintenue au-dessous des 60 % sur lesquels table la répartition stratégique des actifs jusqu'au 30 juin 2009 mais au-dessus par la suite lorsque l'économie mondiale a repris la voie du redressement. À la fin de la période biennale, cette part était de 65,6 %. La part des obligations a été maintenue à un niveau nettement supérieur au pourcentage directeur de 31 % retenu pour la répartition stratégique des actifs. La part des obligations dans le portefeuille de la Caisse, de 36,7 % en début de période, n'était plus que de 28,6 % fin mars 2010. La proportion représentée par les investissements immobiliers a été ramenée de 4,4 % du portefeuille au 1<sup>er</sup> avril 2008 à 3,6 % en fin de période. Les placements monétaires et investissements à court terme, qui constituaient 1,8 % du portefeuille de la Caisse en avril 2006, n'en représentaient plus que 2,2 % à la fin de la période biennal. La pondération des différentes classes d'actifs dans le portefeuille est revue régulièrement à la suite des réunions trimestrielles du Comité des placements en fonction de la répartition tactique proposée par le Représentant du Secrétaire général. Pendant l'exercice 2010, le portefeuille d'actions a été plus productif que le portefeuille d'obligations. Les effets conjugués de la hausse marquée du cours des actions et du rendement élevé des obligations n'ont pas manqué d'avoir un impact bénéfique pour la Caisse. Des investissements dans une seule classe d'actifs auraient affecté la performance du portefeuille étant donné qu'il n'aurait pas été possible de diversifier les risques.

48. Parallèlement aux modifications apportées à la pondération des différentes classes d'actifs, la composition de chacune d'elles a été modulée en fonction de la

stratégie d'investissement de la Caisse pour tirer parti des possibilités d'investissement offertes par l'évolution des cycles économiques et des marchés financiers. À la fin de l'exercice qui s'est achevé en 2010, la Caisse a maintenu le poids des actions émises aux États-Unis à un niveau proche de la normale, alors qu'il avait été au-dessous de la norme à la fin de l'exercice 2009. La part représentée par les actions de sociétés européennes a été réduite et ramenée à un niveau proche du pourcentage fixé comme objectif à la fin de l'exercice 2010 par suite des craintes suscitées par la situation budgétaire des pays de la région, et en particulier de la Grèce, de l'Espagne, de l'Italie et du Portugal. Les investissements dans les actions de pays émergents ont été accrus pendant la période biennale et leur valeur s'est accrue parallèlement à la solide croissance qu'ont connue ces pays. Des pays en développement comme la Chine et l'Inde continuent d'enregistrer des taux de croissance beaucoup plus rapides que les pays développés. La Caisse a maintenu une légère sous-pondération dans le secteur financier et a continué de limiter ses investissements dans ce secteur, surtout à partir du troisième trimestre de 2007. En revanche, elle a maintenu une surpondération dans le secteur des matières premières et dans le secteur industriel. Ces surpondérations et sous-pondérations ont eu un impact positif sur la performance globale du portefeuille de la Caisse. Cette large diversification permet à la Caisse de réduire les risques en les répartissant sur différentes monnaies et différents marchés.

49. Le portefeuille de titres à revenu fixe de la Caisse est investi dans 16 monnaies différentes. La pondération des titres libellés en dollars des États-Unis est de 42 % et celle des titres libellés en d'autres monnaies de 58 %; les obligations libellées en dollars des États-Unis représentent 11,9 % de l'ensemble du portefeuille. Le portefeuille obligataire est aussi très diversifié géographiquement. En mars 2010, il comprenait des titres émis dans 28 pays et par 5 entités internationales et régionales.

50. La proportion du portefeuille de la Caisse investie en Amérique du Nord est passée de 36,3 % en mars 2008 à 43,1 % en mars 2010. Dans le même temps, la part investie en valeurs européennes est tombée de 36,0 % à 29,3 %, et celle investie dans la région Asie-Pacifique est tombée de 20,4 % à 18,5 % pendant la période marquée par les fluctuations des taux de change et des taux d'intérêt. Pendant la période de reprise boursière, le dollar des États-Unis a fluctué par rapport à la plupart des monnaies; la diversification des investissements en titres libellés en euros et en yen japonais ainsi qu'en titres de pays d'Amérique latine a réduit les risques des fluctuations monétaires pour la Caisse et eu pour effet d'accroître le rendement global du portefeuille. Les modifications de la répartition géographique des investissements se sont répercutées sur la répartition par monnaie. La diversification par classe d'actifs, monnaie et région a eu une incidence notable sur la performance du portefeuille de la Caisse. Si le portefeuille n'avait été investi que dans une seule monnaie autre que le dollar des États-Unis, son rendement en aurait souffert, les fluctuations des taux de change par rapport au dollar n'étant pas synchronisées. Pendant la période considérée, il est arrivé à plusieurs reprises que des résultats négatifs en monnaie locale se transforment en résultats positifs une fois convertis en dollars. Les tableaux 1 à 3 illustrent la composition du portefeuille de la Caisse.

Tableau 1  
**Valeur de réalisation des investissements de la Caisse,**  
**par pays ou région, au 31 mars 2010<sup>a</sup>**

<i>Pays/zone</i>	<i>Montant (millions de dollars É.-U.)</i>	<i>Pourcentage</i>
Afrique du Sud	350,5	0,91
Albanie <sup>b</sup>	–	–
Allemagne	1 553,2	4,05
Australie	1 259,0	3,28
Belgique	139,5	0,36
Brésil	571,7	1,49
Canada	1 657,6	4,32
Chili	45,5	0,12
Chine	1 141,0	2,98
Colombie	4,8	0,01
Danemark	125,6	0,33
Égypte	17,2	0,04
Espagne	715,5	1,87
Estonie	33,1	0,09
États-Unis	14 896,0	38,84
Fédération de Russie	297,4	0,78
Finlande <sup>b</sup>	–	–
France	1 979,0	5,16
Géorgie <sup>b</sup>	–	–
Grèce	111,6	0,29
Hongrie	58,6	0,15
Inde	302,5	0,79
Irlande	102,7	0,27
Islande	21,9	0,06
Italie	229,0	0,60
Japon	2 751,2	7,17
Lettonie <sup>b</sup>	–	–
Lituanie	32,6	0,09
Malaisie	562,9	1,47
Mexique	593,3	1,55
Norvège	526,3	1,37
Nouvelle-Zélande	10,7	0,03
Pays-Bas	394,2	1,03
Pologne	492,5	1,28
Portugal <sup>b</sup>	–	–
Qatar	10,5	0,03
République de Corée	795,9	2,08
République de Moldova <sup>b</sup>	–	–
République tchèque	45,1	0,12
Royaume-Uni	2 478,7	6,46
Singapour	253,7	0,66
Suède	552,2	1,44

<i>Pays/zone</i>	<i>Montant (millions de dollars É.-U.)</i>	<i>Pourcentage</i>
Suisse	1 241,3	3,24
Turquie	110,8	0,29
Ukraine <sup>b</sup>	–	–
Venezuela (République bolivarienne du)	24,0	0,06
Fonds marchés émergents <sup>c</sup>	37,0	0,10
Institutions internationales <sup>c</sup>	900,3	2,35
Institutions régionales (Afrique)	157,7	0,41
Institutions régionales (Amérique latine)	44,0	0,11
Institutions régionales (Asie)	249,4	0,65
Institutions régionales (Europe)	444,5	1,16
Institutions régionales (Moyen-Orient)	15,8	0,04
Fonds en euros <sup>c</sup>	10,4	0,03
<b>Valeur totale du portefeuille</b>	<b>38 347,8</b>	<b>100,00</b>

<sup>a</sup> Le pays indiqué est généralement celui où est domicilié l'émetteur. Les titres convertibles sont classés selon la monnaie dans laquelle ils sont convertibles.

<sup>b</sup> Pays dans lesquels la Caisse détient des investissements dans l'immobilier représentant moins de 0,01 % du total du portefeuille.

<sup>c</sup> Les fonds marchés émergents et les fonds euro comprennent des valeurs investies dans plusieurs pays émergents ou plusieurs pays de la zone euro, respectivement. Les investissements classés sous la rubrique « Institutions internationales » concernent des institutions internationales de développement telles que la Banque mondiale.

Tableau 2  
**Investissements de la Caisse sur les marchés développés**

<i>Pays</i>	<i>Actions</i>		<i>Titres à revenu fixe</i>	
	<i>31 mars 2008</i>	<i>31 mars 2010</i>	<i>31 mars 2008</i>	<i>31 mars 2010</i>
Allemagne	√	√	√	√
Australie	√	√	√	√
Autriche	=	=	√	=
Belgique	√	√	√	√
Canada	√	√	√	√
Danemark	√	√	√	=
Espagne	√	√	√	=
États-Unis	√	√	√	√
Finlande	√	=	=	=
France	√	√	√	√
Grèce	√	√	=	=
Irlande	√	√	√	√
Islande	=		√	=
Israël	√	√	=	=
Italie	√	√	√	=
Japon	√	√	√	√

<i>Pays</i>	<i>Actions</i>		<i>Titres à revenu fixe</i>	
	<i>31 mars 2008</i>	<i>31 mars 2010</i>	<i>31 mars 2008</i>	<i>31 mars 2010</i>
Norvège	=	√	√	√
Nouvelle-Zélande	=	√	=	√
Pays-Bas	√	√	√	√
Portugal	=	=	√	=
Royaume-Uni	√	√	√	√
Singapour	√	√	√	√
Suède	√	√	√	√
Suisse	√	√	√	√
<b>Total</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>15</b>

Tableau 3  
Investissements de la Caisse sur les marchés émergents

	<i>Actions<sup>a</sup></i>		<i>Titres à revenu fixe</i>	
	<i>31 mars 2008</i>	<i>31 mars 2010</i>	<i>31 mars 2008</i>	<i>31 mars 2010</i>
Afrique du Sud	√	√	√	√
Angola			=	√
Arabie saoudite	=	√		
Argentine	√	=	√	√
Bahreïn	√	√		
Bosnie-Herzégovine			=	√
Botswana	√	√	=	=
Brésil	√	√	√	√
Bulgarie	√	=		
Chili	√	√	√	√
Chine	√	√	√	√
Chypre	=	=	√	=
Colombie	√	√	√	=
Congo	√	=		
Côte d'Ivoire	=	=	√	√
Croatie			=	√
Égypte	√	√	√	√
El Salvador			√	√
Émirats arabes unis	√	√		
Équateur			√	√
Estonie	=	=	√	√
Ex-République yougoslave de Macédoine			=	√
Fédération de Russie	√	√	√	√
Fidji			√	√
Géorgie			=	√
Ghana	√	√	√	√
Grenade			√	√
Hongrie	√	√	√	√

	<i>Actions<sup>a</sup></i>		<i>Titres à revenu fixe</i>	
	<i>31 mars 2008</i>	<i>31 mars 2010</i>	<i>31 mars 2008</i>	<i>31 mars 2010</i>
Îles Caïmanes			=	√
Îles Marshall	√	=		
Inde	√	√	=	=
Indonésie	√	=	√	=
Iraq			√	√
Israël			=	=
Jordanie	√	√	√	√
Kazakhstan	√	=	√	√
Kenya	√	√		
Kirghizistan	√	=		
Koweït	√	√		
Liban	√	√		
Lituanie	=	=	√	√
Malaisie	√	√	√	√
Malawi	–	√	√	√
Maroc	√	√	=	=
Maurice	√	√	=	=
Mexique	√	√	√	√
Namibie	√	√		
Népal			√	=
Nigéria	√	√	√	√
Oman	√	√	=	=
Pakistan	=	=		
Palestine	√	√		
Panama	√	=		
Pérou	√	=	√	=
Philippines	√	=	=	√
Pologne	√	√	√	√
Qatar	√	√	√	√
République de Corée	√	√	√	√
République de Moldova			√	=
République dominicaine			√	√
République populaire démocratique de Corée			=	√
République tchèque	√	=	√	√
Sénégal	√	√		
Serbie			√	=
Sri Lanka	=	=		
Thaïlande	√	=		
Trinité-et-Tobago			√	√
Tunisie	√	√		
Turkménistan	√	=		
Turquie	√	√	√	√
Ukraine	√	=	√	√
Uruguay			√	√
Venezuela (République bolivarienne du)	√	=	√	√
Viet Nam	√	=	√	=

	<i>Actions<sup>a</sup></i>		<i>Titres à revenu fixe</i>	
	<i>31 mars 2008</i>	<i>31 mars 2010</i>	<i>31 mars 2008</i>	<i>31 mars 2010</i>
Zambie	√	√	√	√
Zimbabwe	√	√		
<b>Total</b>	<b>49</b>	<b>35</b>	<b>42</b>	<b>42</b>

<sup>a</sup> La vente, en juillet 2008, du Fonds d'investissement sur les marchés émergents, dont la gestion externe était peu performante, s'est traduite par une diminution du nombre de pays en développement dans lesquels la Caisse détient actuellement des investissements. Le 30 juin 2010, la Division de la gestion des investissements a signé un contrat avec l'African, Latin American and Caribbean Fund, fonds d'investissement-capital géré par l'Asset Management Company de la Société financière internationale. La Division de la gestion des investissements recherche de nouvelles possibilités d'investissement sur les marchés émergents.

## V. Rendement des investissements

### A. Rendement total

51. La valeur de réalisation des actifs de la Caisse, qui était de 40 588 millions de dollars le 31 mars 2008, est tombée à 38 348 millions de dollars au 31 mars 2010, soit une baisse de 2 240 millions de dollars ou d'environ 6,0 %. Le taux de rendement total s'est chiffré à -28,30 % pour l'année qui s'est achevée le 31 mars 2009 et à 32,20 % pour la période qui s'est achevée le 31 mars 2010. Les taux de rendement réel correspondants, calculés en utilisant comme déflateur l'indice des prix à la consommation aux États-Unis, sont de -28,1 % et de 29,2 %, respectivement. Le taux global de rendement pour l'ensemble de la période biennale a par conséquent été de -2,65 %.

52. Après le rééquilibrage du portefeuille intervenu en 2009, le rendement du portefeuille de la Caisse a été de 32,2 % pour l'exercice qui s'est terminé le 31 mars 2010, soit le taux annuel le plus élevé jamais atteint. Le rendement des actions libellées en dollars des États-Unis a été de -34,6 % en 2009 et de 42,6 % en 2010 tandis que celui des actions libellées en d'autres monnaies a été de -45,1 % en 2009 et de 62,2 % en 2010. Les actions représentaient 51,9 % et 65,6 % du total du portefeuille en 2009 et 2010 respectivement. Le rendement global des actions a été de 41,0 % en 2009 et de 54,1 % en 2010. En 2010, les actions libellées en monnaies autres que le dollar des États-Unis n'ont pas eu un impact aussi marqué sur le rendement étant donné que le dollar des États-Unis s'est apprécié par rapport aux autres grandes monnaies. Le rendement du portefeuille de placements en obligations libellées en dollars a été de -1,4 % en 2009 et de 5,9 % en 2010 et celui des obligations libellées en d'autres monnaies de -12,6 % en 2009 et de 16,7 % en 2010. Le rendement du portefeuille immobilier a été de -22,9 % en 2009 et de -17,4 % en 2010. Le rendement des investissements à court terme, enfin, a été de 3,9 % en 2009 et de -2,7 % en 2010.

53. Les rendements indiqués dans le présent rapport ont été calculés par le comptable centralisateur selon une méthode standard exposée en détail dans le rapport sur la gestion des investissements présenté au Comité mixte à sa trente-

quatrième session<sup>1</sup>. Cette méthode fait entrer en ligne de compte le revenu des titres (dividendes et intérêts) et les plus-values et moins-values réalisées. Elle tient compte aussi du mouvement de la valeur de réalisation des actifs investis et de l'échelonnement des flux de trésorerie.

## B. Rendements comparés

54. Parmi les fonds de pension qui tiennent leur comptabilité en dollars des États-Unis et ont des éléments de passif en plusieurs autres devises, la Caisse reste celui qui pratique la plus forte diversification géographique de ses investissements. À la fin de la période considérée, plus de 50 % des actifs de la Caisse étaient investis dans des valeurs libellées en monnaies autres que le dollar des États-Unis.

55. Pour l'exercice clos le 31 mars 2009, la performance du portefeuille de la Caisse a été supérieure au nouvel indice de référence 60/31 (60 % Morgan Stanley Capital International (MSCI) All Country World Index, 31 % Barclays Capital Global Aggregate Bond Index, 6 % National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF) Open-End Diversified Core Equity Index et 3 % Merrill Lynch 91-day Treasury bill), lequel a affiché un rendement de -29,8 %, contre -28,3 % pour la Caisse. Pour l'exercice clos le 31 mars 2010, le rendement du portefeuille de la Caisse a été inférieur au nouvel indice de référence 60/31 (32,2 % contre 33,7 %). Pour les 15 dernières années, le taux annuel moyen de rendement des investissements de la Caisse se chiffre à 7,7 %, contre 6,5 % pour l'indice 60/31. Pour l'exercice clos le 31 mars 2010, la valeur totale de réalisation du portefeuille s'est accrue de 32,2 %. En particulier, le portefeuille d'investissements sur les marchés émergents s'est accru de plus de 80 %, et la décision de la Caisse de privilégier ces investissements a apporté une contribution positive au rendement. Cependant, celui-ci a été légèrement inférieur, de 1,5 %, à l'indice 60/31 en raison de prudence avec laquelle la Caisse sélectionne les titres. Durant la crise financière, la Caisse a délibérément opté pour une sous-pondération des investissements dans le secteur financier, et la sous-performance relative de son portefeuille est due notamment à la reprise des cours des titres des institutions bancaires de deuxième rang qui, apparemment vouées à disparaître, ont réussi à survivre à la crise. Les années précédentes, la sous-performance du portefeuille de la Caisse était due au fait que la pondération des actions dans son portefeuille était relativement faible, mais la situation s'est rapidement redressée à partir de 2000 grâce à la surperformance du portefeuille d'actions comme du portefeuille obligataire.

56. Sur les 15 dernières années, le rendement annuel moyen des valeurs comprises dans l'indice MSCI All Country Index a été de 6,6 % et celui des valeurs comprises dans l'indice MSCI World Index de 6,4 %, alors que le rendement annuel moyen du portefeuille d'actions de la Caisse pour la même période se chiffre à 7,7 %. Toujours pour cette période, les rendements annuels des valeurs comprises dans les indices Barclays Capital Global Aggregate Index et Citigroup World Government Bond Index ont été de 6,1 % et de 5,7 % respectivement, contre 6,3 % pour le portefeuille obligataire de la Caisse.

57. **Gestion du risque.** La Caisse a continué de protéger ses actifs en pratiquant la diversification de son portefeuille et en opérant des choix d'investissements qui privilégient les valeurs de sociétés solidement établies. La Division de la gestion des

---

<sup>1</sup> JSPB/34/R.10.

investissements a, avec le concours de la Division des achats, élargi ses services d'information sur la gestion des risques et a lancé un appel d'offres afin de continuer à renforcer les moyens dont elle dispose dans ce domaine. En outre, elle a recruté un directeur adjoint chargé spécialement de la gestion des risques.

58. **Équipement.** Comme indiqué ci-dessus (voir le paragraphe 10), la Division de la gestion des investissements utilise depuis janvier 2010 un système de gestion électronique des ordres intégré au système sécurisé de télécommunications financières SWIFT, opérationnel depuis la dernière réunion du Comité mixte. Il a été recruté un informaticien hors classe (P-5) et une priorité élevée a été accordée à ce projet en juillet 2008. Grâce à cette infrastructure améliorée, la Caisse est désormais un client plus sûr qui répond aux normes les plus élevées du secteur.

59. **Classes d'actifs non classiques.** Le Service de la gestion des investissements a présenté un rapport sur l'incorporation au portefeuille de la Caisse de classes d'actifs non classiques. Ce rapport, établi par le cabinet-conseil Mercer Investment Consulting Inc., préconise l'incorporation au portefeuille de produits offerts par des fonds de capital-investissement et des fonds spéculatifs gigognes, les auteurs considérant qu'il en résulterait un meilleur rendement global des investissements avec une moindre exposition au risque (écart type plus faible). La Division de la gestion des investissements a recruté un spécialiste hors classe des investissements dans cette catégorie d'actifs et a signé un contrat avec un cabinet privé de conseil pour ses investissements dans les secteurs de l'équipement, de l'agriculture et du bois de construction.

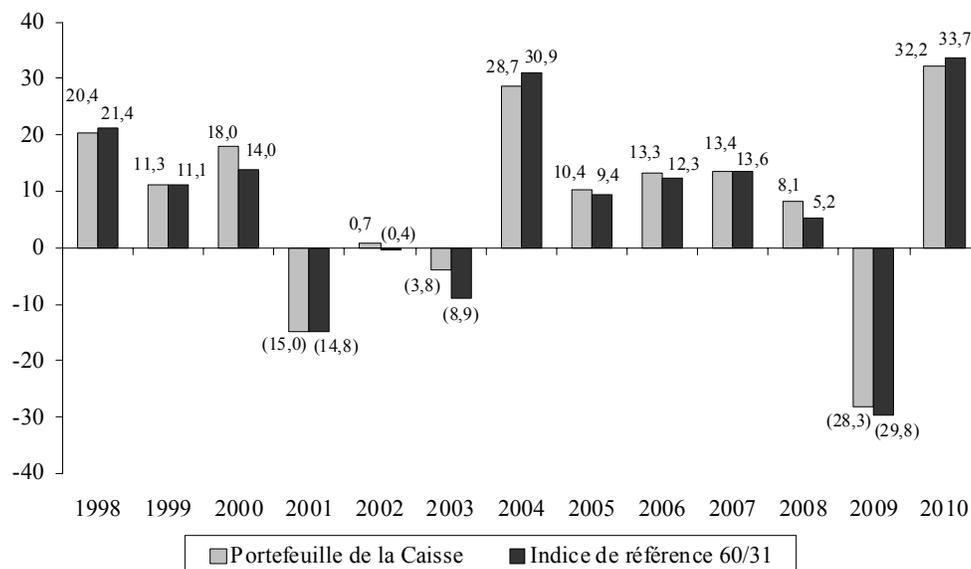
60. Le Comité mixte a relevé que la Division de la gestion des investissements avait besoin de moyens appropriés en ce qui concerne les recherches sur les aspects environnementaux et sociaux et les aspects gouvernance des investissements de la Caisse ainsi que sur les services de vote par correspondance pour pouvoir veiller au respect des principes applicables à ses placements et a exprimé le désir de passer en revue l'année suivante les plans détaillés élaborés à cette fin. Ainsi, à la suite d'un long et rigoureux processus d'analyse, la Caisse a signé avec la Société financière internationale un accord par lequel elle s'est engagée à prendre une participation de 150 millions de dollars dans l'African, Latin American and Caribbean Fund, fonds de capital-investissement géré par la Société financière internationale. L'analyse a porté notamment sur le respect des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance fixés par le Secrétaire général. Ce Fonds est un fonds de capital-investissement pouvant investir jusqu'à 950 millions de dollars mobilisés par l'Asset Management Company, filiale à part entière de la Société financière internationale, dans des sociétés de croissance de pays en développement d'Afrique, d'Amérique latine et des Caraïbes. En 2008, lorsque la Banque mondiale a lancé son cadre stratégique pour le développement et les changements climatiques afin de stimuler et de coordonner les investissements des secteurs public et privé dans les programmes de lutte contre les changements climatiques, la Caisse a participé à la première émission des « bons verts » de la Banque mondiale ainsi qu'aux émissions suivantes.

## C. Rendements à long terme

61. Durant la période biennale qui s'est achevée le 31 mars 2010, la Caisse a opéré sur des marchés caractérisés par une volatilité sans précédent depuis sa fondation. Le rendement du portefeuille d'actions, nettement positif entre 1993 et 2000, a

beaucoup fléchi au cours des trois années suivantes. En 2008, 2009 et 2010, le rendement du portefeuille de la Caisse a été de 8,1 %, -28,3 % et 32,2 %, respectivement (voir fig. I).

Figure I  
**Comparaison de la performance du portefeuille de la Caisse  
 et du mouvement de l'indice de référence : 8 années  
 de surperformance sur 13**



62. Pour les 5, 10, 15, 20 et 25 dernières années, le rendement total annualisé s'est établi à environ 5,7 %, 4,4 %, 7,7 %, 8,1 % et 9,8 %, respectivement. Comme le montre la figure II, les taux de rendement relevés pour 9 des 10 périodes de 1 an à 10 ans allant jusqu'au 31 mars 2010 ont été supérieurs au taux de rendement des valeurs comprises dans l'indice de référence. Sur les 50 années pour lesquelles des données sont disponibles, le taux de rendement total annualisé a été de 8,3 %, soit un taux annuel moyen de rendement réel, corrigé en utilisant comme déflateur l'indice des prix à la consommation des États-Unis, de 4,1 %.

Figure II  
**Comparaison du taux nominal de rendement du portefeuille  
de la Caisse et de celui des valeurs comprises dans l'indice de référence  
pour les 10 périodes de 1 à 10 ans allant jusqu'au 31 mars 2010 :  
surperformance 9 périodes sur 10**

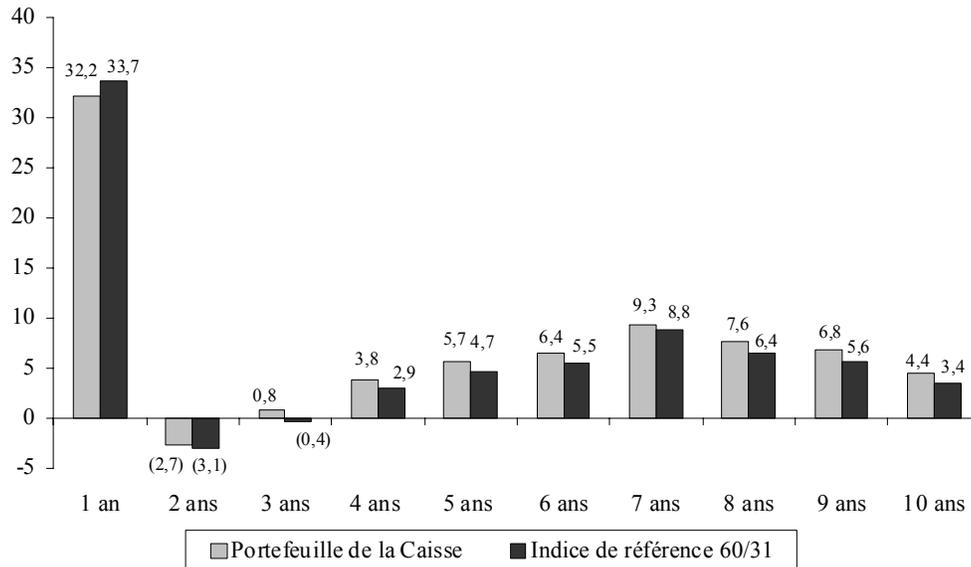


Tableau 4  
**Rendement annuel total des investissements de la Caisse**

(En pourcentage de la valeur de réalisation des titres au 31 mars)

Exercice	Actions			Obligations							
	États-Unis	Autres pays	Total	MSCI World Index <sup>a</sup>	Libellées en dollars É.-U.	Libellées en d'autres monnaies <sup>b</sup>	Total <sup>b</sup>	CWG Bond Index <sup>c</sup>	Valeurs immobilières	Investissements à court terme	Ensemble des actifs
1961	18,8	37,8	<b>19,4</b>	–	–	–	<b>8,0</b>	–	–	–	12,7
1962	12,37	0,87	<b>11,65</b>	–	–	–	<b>3,91</b>	–	–	–	6,61
1963	(0,60)	(16,34)	<b>(0,59)</b>	–	–	–	<b>5,49</b>	–	–	–	4,07
1964	18,18	7,48	<b>17,45</b>	–	–	–	<b>2,12</b>	–	–	–	8,24
1965	10,89	8,30	<b>10,44</b>	–	–	–	<b>4,41</b>	–	–	–	6,98
1966	4,53	3,22	<b>4,31</b>	–	–	–	<b>(2,14)</b>	–	–	–	0,66
1967	11,76	(2,32)	<b>8,98</b>	–	–	–	<b>3,97</b>	–	–	–	7,91
1968	2,86	28,30	<b>7,46</b>	–	–	–	<b>(4,89)</b>	–	–	–	1,60
1969	13,35	20,07	<b>14,64</b>	–	–	–	<b>2,66</b>	–	–	–	9,09
1970	(5,10)	(2,18)	<b>(4,49)</b>	–	–	–	<b>1,41</b>	–	–	–	(1,75)
1971	13,94	3,31	<b>11,46</b>	9,28	–	–	<b>14,10</b>	–	–	8,73	13,53
1972	14,13	34,30	<b>18,33</b>	16,92	–	–	<b>9,41</b>	–	11,58	7,15	16,98
1973	5,85	20,77	<b>9,49</b>	13,47	–	–	<b>7,40</b>	–	4,78	5,92	8,55
1974	(16,70)	(21,48)	<b>(18,10)</b>	(16,40)	–	–	<b>1,92</b>	–	10,18	10,70	(13,55)
1975	(11,20)	11,60	<b>(5,16)</b>	(6,09)	6,20	14,63	<b>6,55</b>	–	(1,03)	12,35	0,18
1976	16,37	10,76	<b>14,58</b>	15,59	11,22	1,91	<b>10,02</b>	–	5,16	7,70	13,16
1977	(8,25)	(3,75)	<b>(6,62)</b>	(0,95)	10,40	15,20	<b>11,06</b>	–	3,70	5,20	(0,26)
1978	(5,60)	20,31	<b>4,16</b>	6,11	5,62	24,39	<b>8,72</b>	–	8,25	7,67	6,12
1979	22,36	21,67	<b>22,07</b>	21,27	4,70	12,50	<b>6,63</b>	8,04	16,86	8,56	15,07
1980	10,89	(10,31)	<b>1,08</b>	(0,18)	(9,53)	(4,64)	<b>(7,63)</b>	(13,16)	17,42	11,75	(0,39)
1981	43,19	39,60	<b>41,45</b>	34,80	14,99	9,45	<b>12,51</b>	20,38	14,71	15,76	26,60
1982	(17,88)	(19,64)	<b>(18,77)</b>	(15,00)	11,08	0,40	<b>6,20</b>	(0,69)	17,51	17,95	(7,85)
1983	40,91	23,60	<b>33,55</b>	31,60	32,53	14,54	<b>24,89</b>	20,54	7,07	12,76	27,05
1984	5,08	32,46	<b>15,66</b>	17,30	5,46	12,42	<b>8,67</b>	8,20	13,33	13,07	13,01
1985	20,75	(6,82)	<b>9,54</b>	7,20	17,86	(8,22)	<b>4,53</b>	5,50	13,47	3,62	8,09

Exercice	Actions			Obligations							Ensemble des actifs
	États-Unis	Autres pays	Total	MSCI World Index <sup>a</sup>	Libellées en dollars É.-U.	Libellées en d'autres monnaies <sup>b</sup>	Total <sup>b</sup>	CWG Bond Index <sup>c</sup>	Valeurs immobilières	Investissements à court terme	
1986	34,95	58,48	<b>43,44</b>	56,02	54,30	50,33	<b>51,21</b>	48,70	10,75	6,95	41,52
1987	21,63	43,88	<b>30,01</b>	43,22	9,14	32,63	<b>22,59</b>	17,42	12,67	11,97	24,69
1988	(12,18)	2,15	<b>(4,74)</b>	5,81	3,26	20,24	<b>12,65</b>	11,42	9,19	7,67	3,10
1989	13,20	10,00	<b>11,30</b>	13,56	2,10	(5,50)	<b>(2,40)</b>	0,36	8,20	10,40	5,90
1990	21,54	13,21	<b>16,57</b>	(2,30)	10,47	2,93	<b>6,20</b>	3,12	12,31	9,72	11,56
1991	8,9	1,2	<b>4,5</b>	3,2	12,5	17,4	<b>15,0</b>	16,2	5,1	13,1	8,9
1992	11,3	0,1	<b>4,9</b>	(0,5)	13,7	14,0	<b>14,0</b>	14,0	(4,1)	6,5	7,6
1993	17,3	6,7	<b>11,2</b>	12,7	15,9	17,7	<b>16,9</b>	19,0	(6,6)	7,5	11,6
1994	(2,7)	24,4	<b>12,4</b>	14,0	3,4	10,1	<b>7,7</b>	6,8	0,5	3,0	9,7
1995	11,1	6,5	<b>8,1</b>	9,8	2,9	18,6	<b>12,9</b>	12,1	0,0	5,0	8,7
1996	30,2	15,1	<b>20,5</b>	20,6	8,0	3,3	<b>5,1</b>	5,3	10,4	4,1	14,6
1997	18,9	7,2	<b>11,6</b>	9,8	6,2	2,5	<b>3,6</b>	1,2	8,6	4,4	8,9
1998	45,4	15,4	<b>27,3</b>	32,4	10,6	4,3	<b>7,0</b>	5,4	18,9	7,0	20,4
1999	18,4	9,7	<b>13,9</b>	13,0	4,8	9,0	<b>6,5</b>	10,0	4,8	9,9	11,3
2000	17,5	39,9	<b>28,5</b>	21,6	3,1	(5,7)	<b>(2,5)</b>	(0,3)	11,7	3,0	18,0
2001	(17,2)	(30,3)	<b>(24,2)</b>	(25,1)	13,0	(4,2)	<b>2,0</b>	(1,7)	11,3	4,2	(15,0)
2002	2,8	(6,1)	<b>(1,3)</b>	(4,2)	4,9	2,1	<b>3,1</b>	0,5	8,4	3,5	0,7
2003	(23,9)	(21,7)	<b>(23,1)</b>	(24,2)	15,9	34,9	<b>28,4</b>	25,2	8,5	11,1	-3,8
2004	29,3	56,5	<b>42,5</b>	43,9	6,8	19,4	<b>15,7</b>	13,5	23,9	8,1	28,7
2005	6,3	16,9	<b>11,8</b>	11,1	1,2	10,5	<b>7,8</b>	5,5	15,8	2,5	10,4
2006	13,1	28,8	<b>21,3</b>	18,6	2,4	-4,4	<b>-2,8</b>	-2,0	30,5	2,9	13,3
2006				20,3 MSCIAC <sup>d</sup>				-2,6 BCGA <sup>e</sup>			12,3 60/31 <sup>f</sup>
2007	9,4	20,6	<b>15,7</b>	16,4 MSCIAC <sup>d</sup>	7,1	9,4	<b>8,4</b>	8,1 BCGA <sup>e</sup>	24,0	5,5	13,4 60/31 <sup>f</sup>
2008	-0,6	5,9	<b>3,4</b>	-0,7 MSCIAC <sup>d</sup>	8,3	18,4	<b>15,1</b>	15,3 BCGA <sup>e</sup>	9,0	8,3	8,1 60/31 <sup>f</sup>

<i>Exercice</i>	<i>Actions</i>			<i>Obligations</i>							<i>Ensemble des actifs</i>
	<i>États-Unis</i>	<i>Autres pays</i>	<i>Total</i>	<i>MSCI World Index<sup>a</sup></i>	<i>Libellées en dollars É.-U.</i>	<i>Libellées en d'autres monnaies<sup>b</sup></i>	<i>Total<sup>b</sup></i>	<i>CWG Bond Index<sup>c</sup></i>	<i>Valeurs immobilières</i>	<i>Investissements à court terme</i>	
2009	-34,6	-45,1	<b>-41,0</b>	-42,7 MSCIAC <sup>d</sup>	-1,4	-12,6	<b>-8,6</b>	-4,9 BCGA <sup>e</sup>	-22,9	3,9	-28,3 60/31 <sup>f</sup>
2010	42,6	62,2	<b>54,1</b>	56,3 MSCIAC <sup>d</sup>	5,9	16,7	<b>10,8</b>	10,2 BCGA <sup>e</sup>	-17,4	-2,7	32,2

<sup>a</sup> MSCI World Index, indice portant sur 23 des principaux marchés des actions.

<sup>b</sup> La proportion d'obligations autres que celles libellées en dollars des États-Unis était insignifiante avant 1975.

<sup>c</sup> Le Salomon Brothers World Government Bond Index est remplacé par le Citigroup World Government Bond Index, indice portant sur 18 des principaux marchés obligataires.

<sup>d</sup> L'indice MSCI All Country World Index porte sur 23 pays développés et 23 marchés émergents.

<sup>e</sup> Barclays Capital Global Aggregate Bond Index (indice utilisé en remplacement de l'indice Lehman Brothers Global Aggregate Index depuis le 3 novembre 2008).

<sup>f</sup> La composition de l'indice 60/31 retenu comme référence pour la répartition stratégique des actifs est la suivante : 60 % MSCI All Country World Index, 31 % Barclays Capital Global Aggregate Bond Index, 6 % National Council of Real Estate Investment Fiduciaries Open-End Diversified Core Equity Index et 3 % Merrill Lynch 91-day Treasury bill.

Tableau 5  
**Rétrospective des taux annuels de rendement des investissements de la Caisse**

(En pourcentage de la valeur de réalisation, périodes arrêtées au 31 mars 2010)

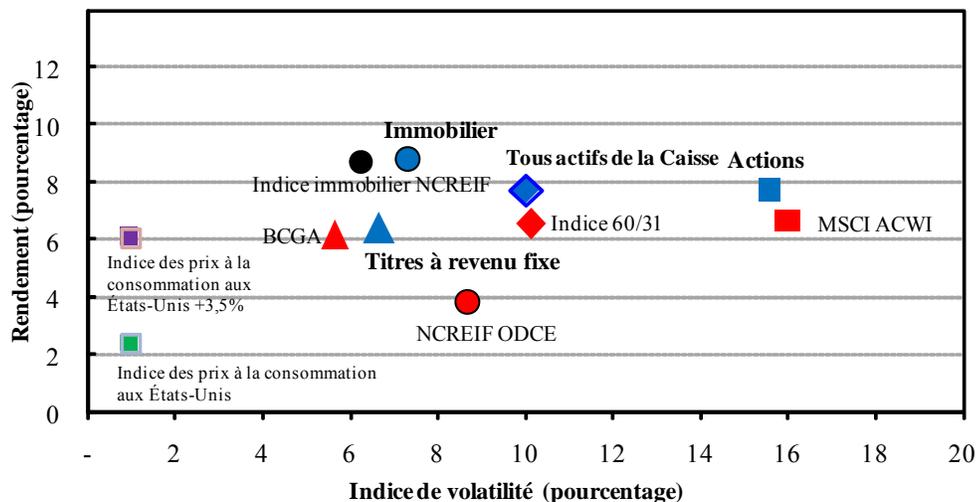
	2010	2009	2008	5 ans 2010	10 ans 2010	15 ans 2010
Actions (États-Unis)	42,6	-34,6	-0,6			
Autres actions	62,2	-45,1	3,9			
<b>Total, actions</b>	<b>54,1</b>	<b>-41,0</b>	<b>3,4</b>	<b>5,7</b>	<b>1,9</b>	<b>7,7</b>
Obligations libellées en dollars des États-Unis	5,9	-1,4	8,3			
Obligations libellées en d'autres monnaies	16,7	-12,6	18,4			
<b>Total, obligations</b>	<b>10,8</b>	<b>-8,6</b>	<b>15,1</b>	<b>4,2</b>	<b>7,6</b>	<b>6,4</b>
Immobilier	-17,4	-22,9	9,0	2,4	7,8	8,8
Investissement à court terme	-2,7	3,9	8,3	3,5	4,8	-
<b>Mouvement annuel de la valeur totale des actifs de la Caisse en dollars des États-Unis</b>	<b>32,2</b>	<b>-28,3</b>	<b>8,1</b>	<b>5,7</b>	<b>4,4</b>	<b>7,7</b>
<b>Rendement corrigé de l'inflation (sur la base de l'indice des prix à la consommation des États-Unis)</b>	<b>29,2</b>	<b>-28,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,2</b>	<b>1,9</b>	<b>4,7</b>

#### D. Positionnement risque-rendement

63. Pour les 15 dernières années, le rendement annuel moyen des investissements de la Caisse (7,7 %) a été meilleur que celui des valeurs comprises dans les indices de référence (6,6 %), avec un taux de volatilité légèrement supérieur (10,0 % contre 10,2 %). Le meilleur positionnement risque-rendement de la Caisse tient à la diversification judicieuse de son portefeuille, où sont représentées toutes les principales classes d'actifs et toutes les grandes catégories de produits d'investissement.

64. La performance du portefeuille d'actions de la Caisse (rendement moyen de 7,7 %) a surpassé celle des valeurs comprises dans l'indice MSCI AC World Index (6,6 %), avec un taux de volatilité très nettement inférieur (15,6 % contre 16,03 %). La performance du portefeuille obligataire (rendement annuel moyen de 6,4 % sur 15 ans) a été meilleure que celle des valeurs comprises dans l'indice Barclays Capital Global Aggregate Index (6,1 %), avec toutefois un taux de volatilité supérieur (6,7 % contre 5,7 %).

Figure III  
**Positionnement risque-rendement des investissements de la Caisse par rapport aux indices de référence (période de 15 ans arrêtée au 31 mars 2010)**



## VI. Investissements dans des pays en développement

65. La Caisse a poursuivi ses efforts en vue d'accroître ses investissements dans des pays en développement, pour autant qu'il est possible de le faire sans compromettre les intérêts des participants et des bénéficiaires. Au 31 mars 2010, la valeur de réalisation des investissements de la Caisse dans les pays en développement se chiffrait à 4,8 milliards de dollars, contre une valeur d'achat de 3,8 milliards de dollars au 31 mars 2008, soit une progression d'environ 25 %. Ces augmentations ont été imputables aux pays de la région Asie et de la région Amérique latine.

66. La Division de la gestion des investissements continue d'explorer les possibilités d'investissement dans les pays en développement. Elle a ainsi organisé plusieurs missions exploratoires en Afrique, en Asie, en Amérique latine et en Europe orientale pendant la période considérée. La Caisse continue de rechercher sur les marchés des pays en développement des produits qui lui permettraient d'accroître la part de son portefeuille consacrée à des investissements liés au développement sans déroger à ses critères et à sa stratégie de gestion de portefeuille. Elle continue aussi d'explorer les possibilités offertes par le marché de la dette souveraine, compte tenu de l'amélioration des notes de crédit.

Tableau 6  
**Investissements de la Caisse liés au développement : valeur comptable  
 et valeur de réalisation au 31 mars 2008 et au 31 mars 2010**

(En milliers de dollars des États-Unis)

Région/Fonds	Valeur comptable		Valeur de réalisation		Rendement annuel moyen 31 mars 2008- 31 mars 2010 (pourcentage)
	Total 2008	Total 2010	Total 2008	Total 2010	
<b>Afrique</b>					
Égypte	24 609	14 799	22 998	17 226	s.o. <sup>a</sup>
Afrique du Sud	331 946	242 903	310 697	350 483	s.o. <sup>a</sup>
Fonds régionaux	91 198	110 044	221 651	121 707	(10,52)
<b>Total partiel</b>	<b>447 753</b>	<b>367 746</b>	<b>555 346</b>	<b>489 416</b>	<b>s.o.<sup>a</sup></b>
Institutions de développement	59 348	79 203	69 628	85 912	
<b>Total Afrique</b>	<b>507 101</b>	<b>446 949</b>	<b>624 974</b>	<b>575 328</b>	
<b>Asie</b>					
Chine	376 087	872 935	248 197	1 140 989	s.o. <sup>a</sup>
Inde	115 115	180 663	231 161	302 472	(5,15)
Malaisie	606 909	513 681	661 941	562 907	3,95
Qatar	28 626	10 002	29 737	10 462	s.o. <sup>a</sup>
République de Corée	637 088	653 007	674 235	795 906	1,54
Singapour	625 499	180 568	747 995	253 741	21,77
Fonds régionaux	3 804	261 624	339 504	216 141	s.o. <sup>a</sup>
<b>Total partiel</b>	<b>2 393 128</b>	<b>2 672 480</b>	<b>2 932 770</b>	<b>3 282 618</b>	
Institutions de développement	83 103	55 118	86 693	58 739	
<b>Total Asie</b>	<b>2 476 231</b>	<b>2 727 598</b>	<b>3 019 463</b>	<b>3 341 357</b>	
<b>Europe</b>					
Chypre	26 229	0	50 214	0	s.o. <sup>a</sup>
Turquie	61 176	73 312	73 475	110 793	13,03
Fonds régionaux	0	0	0	0	s.o. <sup>a</sup>
<b>Total partiel</b>	<b>87 405</b>	<b>73 312</b>	<b>123 689</b>	<b>110 793</b>	
Institutions de développement	0	0	0	0	
<b>Total Europe</b>	<b>87 405</b>	<b>73 312</b>	<b>123 689</b>	<b>110 793</b>	
<b>Amérique latine</b>					
Argentine	6 720	0	8 886	0	s.o. <sup>a</sup>
Brésil	95 951	276 823	327 669	571 686	7,20
Chili	37 846	20 056	36 972	45 499	11,06
Colombie	0	2 951		4 830	s.o. <sup>a</sup>

Région/Fonds	Valeur comptable		Valeur de réalisation		Rendement annuel moyen 31 mars 2008-31 mars 2010 (pourcentage)
	Total 2008	Total 2010	Total 2008	Total 2010	
Mexique	448 786	444 034	595 490	593 348	5,82
Venezuela (République bolivarienne du)	0	19 965	0	24 023	s.o. <sup>a</sup>
Fonds régionaux	0	0	0	0	
<b>Total partiel</b>	<b>589 303</b>	<b>763 829</b>	<b>969 017</b>	<b>1 239 386</b>	
Institutions de développement	30 564	136 316	31 476	141 999	
<b>Total Amérique latine</b>	<b>619 867</b>	<b>900 145</b>	<b>1 000 493</b>	<b>1 381 385</b>	
<b>Autres fonds de développement</b>					
Banque internationale pour la reconstruction et le développement	101 338	318 025	163 342	351 964	s.o. <sup>a</sup>
Banque européenne d'investissement		315 002		323 446	s.o. <sup>a</sup>
Fonds fiduciaire d'obligations de marchés émergents	21 600	21 600	37 541	36 951	(0,79)
Fonds d'investissement sur les marchés émergents du Moyen-Orient	17 265	19 746	26 659	15 793	(23,03)
Fonds d'investissement sur les marchés émergents	30 501	0	93 049	0	s.o. <sup>a</sup>
<b>Total autres fonds de développement</b>	<b>170 704</b>	<b>674 373</b>	<b>320 591</b>	<b>728 154</b>	
<b>Grand total</b>	<b>3 861 308</b>	<b>4 822 377</b>	<b>5 089 210</b>	<b>6 137 017</b>	

<sup>a</sup> s.o. : cas dans lesquels la Caisse ne détient pas de titres en début ou en fin de période et où le comptable centralisateur n'a pas communiqué d'informations au sujet des rendements.

## VII. Conclusion

67. En dépit de la volatilité sans précédent des marchés qui a caractérisé les 12 derniers mois, les investissements de la Caisse ont régulièrement produit des résultats meilleurs que ceux des valeurs comprises dans les indices de référence. La Division de la gestion des investissements a également introduit un système visant à documenter les motifs à la base de chaque achat de titres et les principaux facteurs de risque à surveiller. La mise en œuvre du système de gestion des ordres, achevé au premier semestre de 2010, permet de suivre du début à la fin le traitement des ordres en assurant une piste d'audit claire et en documentant le processus de due diligence mené avant la passation des ordres. De nouvelles règles de transparence financière ont été introduites pour veiller à ce que les fonctionnaires de la Division de la gestion des investissements se conforment aux normes éthiques les plus élevées. En dépit de l'instabilité qui persiste sur des marchés dont l'orientation est difficile à discerner pendant cette phase de la reprise économique mondiale, la Division de la gestion des investissements pourra, avec l'appui du personnel supplémentaire et des nouveaux outils dont elle s'est dotée pendant l'exercice biennal, sauvegarder les actifs de la Caisse et positionner la Caisse plus solidement pour l'avenir.