



Assemblée générale

Distr. générale
31 août 2012
Français
Original : anglais

Soixante-septième session

Cinquième Commission

Point 138 de l'ordre du jour provisoire*

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 formulées par le Comité mixte de la Caisse commune des pensions du personnel des Nations Unies et l'Assemblée générale au sujet des grandes orientations de la gestion de la Caisse. Le Comité des placements conseille le Secrétaire général sur la stratégie d'investissement à suivre et examine tous les trimestres l'évolution du portefeuille de la Caisse. Le Sous-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 le contrôle dont la responsabilité est dévolue au Secrétaire général. Il est secondé par le personnel de la Division de la gestion des investissements. Tout investissement envisagé doit satisfaire aux critères de sécurité, de rentabilité, de liquidité et de convertibilité.

2. Le présent rapport traite de la gestion des investissements de la Caisse pendant la période allant du 1^{er} avril 2010 au 31 mars 2012; il rend compte de l'évolution du rendement des investissements, de la diversification du portefeuille de la Caisse et des investissements de celle-ci liés au développement. Le rendement des investissements a été de 11,9 % pour la période de 12 mois allant jusqu'au 31 mars 2011, mais pour l'année civile 2011, il a été négatif (-3,9 %). Le rendement relevé pour la seconde moitié de l'exercice biennal clos le 31 mars 2012 a été de 0,6 %. Heureusement, l'effet net de la volatilité des marchés sur le rendement des

* A/67/150.



investissements peut être positif aussi bien que négatif. Pour la période de deux ans qui s'est achevée le 30 juin 2012, le rendement des investissements a atteint 8,6 %. L'amélioration récente des résultats tient certes pour une part à ce que la stratégie d'investissement fait entrer en ligne de compte le risque systémique depuis le quatrième trimestre de 2011, mais elle s'explique principalement, depuis le début de 2012, par le vigoureux redressement des marchés financiers. Face à l'extrême volatilité des marchés mondiaux et aux incertitudes qui pèsent sur les conditions économiques sous-jacentes, la Division de la gestion des investissements a fait porter ses efforts sur la réduction des risques.

II. Changements intervenus pendant l'exercice biennal

3. Durant l'exercice biennal clos le 31 mars 2012, la Caisse a profité de la longue période de remontée des cours des actions, qui étaient au plus bas, en mars 2009, si bien que la valeur de son portefeuille a atteint, le 3 mars 2011, 42 978 millions de dollars, battant le record précédent enregistré en octobre 2007, avant la crise financière mondiale. Cependant, les inquiétudes de plus en plus vives suscitées par la crise de la dette qui sévit en Europe, le désendettement du secteur financier, les passages à vide de certaines économies développées et les pressions inflationnistes constatés dans les pays émergents ont fait que la croissance de l'économie mondiale a été très modérée. Ce ralentissement n'a pas épargné les pays émergents qui, les années précédentes, avaient apporté une contribution majeure à la croissance économique mondiale. Au 31 mars 2012, la valeur du portefeuille à la Caisse était de 43 091 millions de dollars.

4. À partir du premier trimestre de 2009, la Caisse a commencé à acheter des actions, et elle a pratiqué la surpondération de ce type de valeurs à partir du troisième trimestre de 2009. À la suite de la réunion tenue en juillet 2011 par le Comité des placements, la Caisse a entrepris de réduire fortement ses investissements en actions. Alors que les valorisations étaient à un niveau historiquement avantageux, la détérioration de la situation en Europe a déclenché vers la fin de 2011 une tendance à la baisse. Au troisième trimestre de 2011, la Caisse a ramené de 65,3 % à environ 60 % le poids, dans son portefeuille, des actions cotées dans les pays développés; au 30 septembre 2011, la proportion était tombée à 58,7 %. En fin d'exercice, la part des investissements en actions était de 60,6 %. Cette réduction du poids des investissements en actions a eu pour effet d'accroître les liquidités qui, au 31 décembre 2011, représentaient 4,8 % de la valeur du portefeuille. Les taux de rendement des valeurs à revenus fixes étant exceptionnellement faibles, la Division de la gestion des investissements a jugé prudent de maintenir le poids des investissements obligataires en dessous des 31 % retenus comme objectif à long terme. À la fin de mars 2012, les obligations représentaient 28,8 % du portefeuille. La part des investissements immobiliers a en revanche augmenté, passant de 3,6 % au 1^{er} avril 2010 à 4,5 % en fin d'exercice. Afin de diversifier encore le portefeuille et d'obtenir de meilleurs rendements, la Division a également évalué de multiples possibilités d'investissement dans des fonds de capital-investissement et dans les secteurs de l'immobilier, des équipements et des produits de base. Il faut du temps pour élargir méthodiquement et prudemment la composition d'un portefeuille, étant donné que l'exercice du devoir de diligence implique de nombreuses vérifications (qui souvent amènent à renoncer à l'investissement envisagé) et que la négociation des contrats et l'acquisition des titres sont des opérations complexes.

5. Pour l'exercice biennal clos le 31 mars 2012, le rendement annuel global du portefeuille de la Caisse s'est établi à 6,09 %, alors que la hausse de l'indice de référence 60/31 a été de 7,42 %. Les résultats apparaissent plus favorables si l'on considère la période de deux ans allant jusqu'à juin 2012 pour laquelle le taux de rendement annualisé atteint, selon des données préliminaires, 8,6 %, cependant que la progression de l'indice de référence 60/31 se chiffrait à 9,8 %. Pour l'exercice biennal clos le 31 mars 2012, le rendement annualisé des investissements en actions a été de 5,90 %, et l'indice Morgan Stanley Capital International (MSCI) a progressé annuellement de 6,96 %. La sous-pondération des actions européennes a eu une incidence positive sur les résultats. En revanche, le fait que la Caisse s'est abstenue d'investir en actions indonésiennes et thaïlandaises a nui à la performance du portefeuille de valeurs boursières géré en interne. Les actions de sociétés produisant des biens de consommation courante ont eu l'effet négatif le plus marqué sur les résultats, en partie parce qu'il est interdit à la Caisse d'investir dans des titres de sociétés commercialisant des produits dérivés du tabac. L'effet de sélection a également joué négativement pour les investissements dans le secteur financier, du fait que le rendement des investissements en actions de sociétés à forte capitalisation boursière, comme les grandes banques, a été décevant, alors que celui des investissements en actions de sociétés à faible capitalisation, que la Caisse avait sous-pondérés, a dépassé les prévisions pendant la crise financière.

6. Pour l'exercice biennal clos le 31 mars 2012, le rendement du portefeuille obligataire de la Caisse a été de 6,39 %, performance supérieure de 19 points de base à celle de l'indice Barclays Global Aggregate Bond (6,20 %). Pendant cette période, la surpondération des obligations émises en dehors des marchés principaux, notamment des obligations australiennes, malaisiennes, mexicaines, norvégiennes, polonaises et suédoises, a eu une incidence positive sur le rendement du portefeuille. La Caisse a sous-pondéré ses positions en obligations libellées en euros et en yen. La sous-pondération des positions en euros a contribué au dépassement de l'indice de référence, mais celle des positions en yen a eu l'effet contraire du fait de la forte appréciation de cette monnaie par rapport au dollar. La performance des investissements en obligations libellées en dollars des États-Unis et en livres sterling a été inférieure à celle de l'indice de référence du fait que ses investissements ont porté sur une courte période, durant laquelle les taux d'intérêt ont fortement baissé.

7. Considérée, sur une plus longue période, la performance des investissements de la Caisse a été meilleure que celle de l'indice de référence 60/31 pour les 5, 7 et 10 dernières années. Pour la période de 10 ans allant jusqu'au 31 mars 2012, le taux nominal annualisé de rendement du portefeuille a été de 7,3 %, et le taux annualisé de progression de l'indice de 6,6 %. Le taux annuel moyen de rendement effectif (taux corrigé de l'inflation) s'établit pour cette période à 4,8 %, et dépasse donc le taux de 3,5 % fixé comme objectif de rendement annuel à long terme. Pour l'avenir, la Caisse s'efforcera de continuer d'obtenir des rendements supérieurs à ceux du panier de valeurs sous-jacent à l'indice de référence, en pratiquant une gestion active comportant la sélection judicieuse des investissements et le rééquilibrage périodique du portefeuille en fonction des objectifs à long terme. La Division de la gestion des investissements continue de concentrer son attention sur l'optimisation du rapport risques/rendements escomptés, tout en veillant à ce que la composition du portefeuille réponde aux objectifs d'investissement à long terme.

8. En mars 2011, la Division a décidé d'étendre la composition du portefeuille en investissant dans des fonds indiciels cotés, voyant là un moyen peu coûteux

d'ajuster rapidement la pondération des actions. Au troisième trimestre de 2011, les ventes d'actions opérées par la Caisse ont excédé ses achats à hauteur d'environ 850 millions de dollars, la majeure partie des opérations étant effectuée en juillet, avant le vif repli du marché qui s'est produit en août. Si elle n'avait pas opéré sur des fonds indiciels cotés, la Caisse n'aurait pas pu se délester à temps d'un pareil volume d'actions. Elle a, en l'occurrence, employé les fonds indiciels comme un moyen tactique d'ajuster rapidement la pondération des valeurs boursières des États-Unis dans son portefeuille. Son objectif était non pas de remplacer la totalité de son portefeuille d'actions nord-américaines par un portefeuille se prêtant à une gestion indicielle passive, mais de l'aligner, dans les proportions voulues, sur l'indice Standard and Poor's 500 (actions de sociétés à forte capitalisation) et l'indice Russell 2000 Growth (actions de croissance), en attendant de pouvoir sélectionner individuellement des valeurs se prêtant à des investissements à long terme.

9. Une fois dotée d'une équipe d'exécution des opérations (dont les membres sont en cours de recrutement) et d'un système de traitement linéaire, la Division de la gestion des investissements pourra, dans chaque cas, choisir les modalités optimales d'exécution, et réduire ainsi les coûts de transaction et, éventuellement, obtenir de meilleurs prix d'exécution. La Division s'est équipée au cours des dernières années des moyens informatiques nécessaires, dont les systèmes Murex et Omgeo, qui faciliteront le traitement des opérations et fourniront des données comptables. Grâce à ces moyens, la Division sera de plus en mesure d'appliquer une technique de répartition tactique des actifs dont la souplesse et l'efficacité devraient permettre de réduire encore les coûts d'investissement.

10. Le Représentant spécial du Secrétaire général ayant approuvé une proposition en ce sens examinée par le Comité des placements en novembre 2011 et février 2012, la Division a investi dans un fonds indiciel coté qui suit le mouvement de l'indice MSCI All Country World Minimum Volatility. Elle l'a fait dans le cadre de sa stratégie d'investissement en actions d'une partie de ses liquidités, dont le montant est resté élevé, et a pour but d'améliorer le potentiel de rendements tout en limitant les risques en cas de repli sur des marchés dont la volatilité reste élevée. L'indice est construit de manière à maintenir l'incidence de la volatilité des marchés reposant sur un panier de valeurs qui obéit à des contraintes de diversification intégrées à un modèle d'optimisation de la sélection de valeurs de sociétés à forte ou moyenne capitalisation de 45 pays développés et pays émergents. Ayant procédé à une première opération d'achat le 28 février 2012, la Division a, en quatre phases, investi un total de 183 millions de dollars dans ce fonds indiciel.

11. Vu l'extrême volatilité des marchés et l'incertitude des perspectives économiques, la Division de la gestion des investissements s'est attachée à réduire les risques associés au portefeuille d'actions nord-américaines. Elle a pris des mesures de réduction des risques qui ont eu pour effet, en cinq ans, de ramener d'environ 2,4 % à 1,34 % l'écart de suivi (décalage entre la performance d'un portefeuille et celle de l'indice de référence). L'écart-type des rendements a en fait été plus faible pour le portefeuille de la Caisse que pour le portefeuille sous-jacent à l'indice pour les trois dernières années (16,08 % contre 16,49 %) aussi bien que pour les cinq dernières (18,02 % contre 19,35 %). Alors que l'univers d'investissement de la Caisse est très vaste, seuls 3 spécialistes des investissements (2 déjà en poste et un troisième en voie de recrutement à la suite de la création d'un poste P-3) sont affectés au portefeuille d'actions géré activement, qui comprend des investissements totalisant environ 14 milliards de dollars portant sur quelque 700 valeurs différentes.

Or, il est généralement admis dans la profession que, lorsqu'un portefeuille d'actions est géré activement, la limite de la capacité d'un spécialiste des investissements se situe aux environs d'une centaine de valeurs, dans lesquelles les investissements totalisent entre 1 milliard et 2 milliards de dollars.

12. Suivant une recommandation formulée d'abord par le Comité des placements en 2006, puis reprise et amplifiée en 2007 dans le rapport d'un cabinet-conseil (Mercer Investment Consulting, Inc.), puis, en 2008 et 2011, dans deux études sur la gestion actif-passif, la Caisse a entrepris de diversifier son portefeuille en y faisant figurer des produits d'investissement non classiques, en l'espèce des titres émis par des fonds de capital-investissement. La décision d'investir dans ce type de produits répond principalement au souci d'élargir la composition du portefeuille dans le sens d'un meilleur arbitrage risque/rendement. En investissant dans des fonds de capital-investissement, la Caisse peut obtenir des rendements absolus plus élevés tout en diversifiant son portefeuille, étant donné que, sur une longue période, il n'y a qu'une faible corrélation entre les résultats des fonds de capital-investissement et le mouvement du marché des actions et du marché obligataire. Selon la majorité des études théoriques et empiriques sur la question, les investissements dans les fonds de capital-investissement, tout en présentant un profil de risque favorable, produisent à long terme un rendement supérieur à celui des investissements en actions ou obligations.

13. En juin 2010, la Division de la gestion des investissements a recruté un spécialiste principal des investissements non classiques. Elle a signé un contrat avec un conseiller externe spécialisé dans les fonds de capital-investissement, qui lui donne des avis sur les gestionnaires de tels fonds. Elle recrutera sous peu un spécialiste des investissements non classiques qui secondera le spécialiste principal.

14. En juin 2010 également, la Division a commencé à investir dans des fonds de capital-investissement. Entre juin 2010 et mars 2012, la Caisse a pris des engagements d'investissement dans sept fonds de ce type, pour un total de 530 millions de dollars environ. Au 31 mars 2012, la valeur de réalisation des investissements de la Caisse dans ces fonds était de l'ordre de 125,3 millions de dollars. Le reste du total susindiqué, soit environ 397 millions de dollars, représente des engagements non provisionnés dont l'exécution devrait s'échelonner sur les cinq prochaines années. Au 31 mars 2012 également, les investissements de la Caisse dans des fonds de capital-investissement constituaient 0,30 % de la valeur vénale de son portefeuille. Si tous les engagements d'investissement avaient été exécutés au 31 mars 2012, cette part aurait atteint 1,21 % de la valeur nette des actifs à la même date (43,1 milliards de dollars).

15. De l'avis de la Division de la gestion des investissements, les fonds de capital-investissement spécialisés dans certains secteurs méritent de retenir particulièrement l'attention du fait qu'ils promettent des rendements optimaux. Les marchés des pays émergents, dont les fondamentaux économiques sont remarquablement solides, offrent un potentiel unique d'investissement de croissance à long terme. Les fonds spécialisés dans les opérations de capital-transmission visant la tranche inférieure de la catégorie des moyennes entreprises offrent un excellent potentiel de rendement et présentent d'autres caractéristiques intéressantes, dont l'importance de leurs flux d'opérations, le fait qu'ils opèrent sur des marchés où la concurrence est relativement faible et où les multiples d'acquisition sont relativement peu élevés, et leur potentiel important de valorisation. La Division continue d'étudier les possibilités offertes par

le marché secondaire. Les investissements sur ce marché sont en effet particulièrement attrayants du fait qu'ils permettent de rééquilibrer le portefeuille et d'atténuer l'effet de courbe en J. Enfin, la Division s'intéresse aux possibilités d'investissement liées au volume important d'actifs sinistrés qui existe tant aux États-Unis qu'en Europe. Elle étudie actuellement la possibilité d'investir dans un certain nombre de groupes de capital-investissement spécialisés dans ces secteurs.

16. En novembre 2010, la Division, dans le cadre de sa stratégie d'optimisation des rendements réels, a commencé à investir sur le marché des produits de base. La répartition à long terme des investissements qui procède de cette stratégie devrait être un moyen efficace de parer au risque d'inflation. Elle entend étoffer progressivement le portefeuille d'investissements dans le secteur des produits de base, en profitant si possible des occasions favorables offertes par les fluctuations des marchés. L'indice de référence qu'elle a retenu pour mesurer l'efficacité de cette stratégie est le Dow Jones-UBS Commodity Index. La Division a l'intention de s'en remettre exclusivement à des gestionnaires externes suivant une stratégie active d'investissement et pratiquant la gestion dynamique des risques. Elle s'intéresse aux fonds de produits de base gérés activement selon la stratégie de position exclusivement acheteur sans effet de levier, qui a produit de bons résultats sur de longues périodes. Au 31 mars 2012, la Caisse avait investi dans trois fonds de produits de base, investissements qu'elle a tous confiés à des gestionnaires externes. Au 31 mars 2012 également, le rendement des investissements de la Caisse dans le secteur se situait à 0,5 %, alors qu'à la même date, l'indice de référence (Dow Jones-UBS Commodity Index) affichait un recul de 3,3 %.

17. L'exercice biennal clos le 31 mars 2012 a été marqué par la reprise des investissements de la Caisse dans l'immobilier non résidentiel. Sur la plupart des marchés immobiliers, les prix avaient atteint leur point bas en 2010, ou en étaient proches. À partir du second trimestre de 2010, les valorisations se sont nettement raffermies dans le secteur, en particulier pour les produits de qualité. Les opérations de garantie d'investissements immobiliers ont repris au premier trimestre de 2010, particulièrement en Asie, en Australie et aux États-Unis. Pendant l'exercice biennal, la Division de la gestion des investissements a contracté des engagements totalisant 743 millions de dollars pour 14 investissements immobiliers, dont 13 dans des émissions de deuxième tranche et 1 dans une émission nouvelle. Par ailleurs, la Caisse a contracté des engagements nouveaux, à hauteur de 100 millions de dollars, pour des investissements d'équipement dans le secteur énergie des États-Unis. Au 31 mars 2010, les investissements de la Caisse dans des produits immobiliers totalisaient 1,39 milliard de dollars, soit 3,64 % de la valeur de son portefeuille. Au 31 mars 2012, ces investissements totalisaient 1,97 milliard de dollars, soit 4,57 % de la valeur du portefeuille. Au 31 mars 2010, le portefeuille de la Caisse ne comportait aucun investissement dans le secteur des équipements. Au 31 mars 2012, ces investissements, portant sur un total de 17,8 millions de dollars, représentaient 0,03 % de la valeur de son portefeuille.

18. La Division a procédé à des analyses qualitatives des marchés et des titres dans lesquels le portefeuille est investi. Eu égard à la volatilité des marchés financiers, elle a beaucoup utilisé le système RiskMetrics dont elle s'est dotée récemment, pour éclairer ses décisions en fonction du risque absolu et du risque relatif de détérioration. Elle s'est montrée particulièrement prudente à l'égard des investissements dans le secteur financier, surtout en Europe, réduisant encore des positions déjà sous-pondérées.

19. À la suite de la mise en service du système RiskMetrics, tous les spécialistes des investissements de la Division ont reçu un complément de formation à l'utilisation des différentes applications statistiques qui les aident à optimiser la composition des portefeuilles. Les outils d'analyse offerts par RiskMetrics aideront les spécialistes de la Division à suivre l'évolution des risques associés à tous les types d'investissements que comprend le portefeuille et à opérer les ajustements nécessaires pour parer à leur aggravation. Il convient de noter que RiskMetrics évalue le contenu des différents portefeuilles en fonction de données de référence. Pour cette raison, il ne peut fonctionner pleinement qu'après négociation de tous les contrats de prestation de service de référence. Des contrats ont déjà été signés avec Dow Jones, Bloomberg et Russell Index. Il reste à en négocier avec d'autres fournisseurs de données.

20. Depuis la création en 1983 du Service de la gestion des investissements (devenu par la suite la Division de la gestion des investissements), la Caisse s'en est largement remise à des conseillers externes pour la gestion de son portefeuille. Il apparaît maintenant nécessaire de revoir cette pratique, non seulement en raison des risques de conflits d'intérêts qu'elle comporte, mais aussi parce que les cabinets offrant ce type de conseils de gestion sont de plus en plus rares. Il importe que la Caisse utilise plus efficacement les services des conseillers externes, compte tenu des changements structurels intervenus sur les marchés financiers et dans la finance et de l'expansion, ces dernières années, des moyens internes de la Division. Dans le cadre du budget de l'exercice en cours, la Division a reconfiguré son cadre consultatif, séparant la fonction de répartition des actifs de celle de recherche sur les valeurs. Elle sera désormais conseillée par des prestataires de services spécialisés et limitera les risques de conflits d'intérêts en restreignant le rôle des prestataires de services de recherche sur les valeurs dans les décisions d'investissement. À la suite d'un appel d'offres lancé avec le concours de la Division des achats et du Bureau des affaires juridiques pour les services d'un conseiller en stratégie mondiale, un contrat a été signé en août 2011 avec Franklin Templeton Investment. Pour la prestation de services de recherche sur les valeurs, des contrats ont été signés en 2011 avec Industry Search pour l'Amérique du Nord, BNP Paribas pour l'Europe et les marchés émergents (Asie non comprise), et Nikko Asset Management pour les marchés de la région Asie-Pacifique, y compris les marchés émergents. Pour les titres à revenu fixe, un contrat a été signé en novembre 2010 avec BNP Paribas Asset Management.

21. Avec le concours de la Division des achats, la Division de la gestion des investissements a lancé deux appels d'offres pour la prestation de services de courtage. Des contrats sont en cours de négociation avec les 29 maisons de courtage retenues. Ces appels d'offres ont été lancés pour donner suite à une recommandation adressée de longue date à la Division à l'effet qu'elle sanctionne par des contrats en bonne et due forme ses relations avec les courtiers, conformément au Règlement financier et aux règles de gestion financière de l'ONU. Pour les services de courtage en actions, la procédure d'appel d'offres a aussi fourni à la Division l'occasion de revoir et d'améliorer son mode de sélection et d'évaluation des maisons de courtage, du point de vue de son efficacité, de son équité et de sa transparence. S'appuyant sur les résultats de l'évaluation financière réalisée par la Division des achats, la Division de la gestion des investissements pourra obtenir des commissions plus avantageuses et réduire ses frais d'exécution des opérations de vente et d'achat.

22. La Division a demandé à un consultant de lui faire des propositions sur les modalités de mise en œuvre des décisions d'investissement, plus précisément sur le

mode de sélection des gestionnaires et des fonds. Les nouvelles modalités définies sur la base de ses recommandations ont été approuvées en 2012; leur application par la Division a accéléré la procédure de sélection des gestionnaires externes et des fonds d'investissement. Des contrats ont été signés avec le nouveau Comptable centralisateur et le nouveau dépositaire pour les marchés de pays en développement. Il faudra cependant lancer un nouvel appel d'offres pour la sélection du dépositaire pour les marchés de pays développés, les négociations avec la banque initialement retenue sur les clauses du contrat qu'elle était censée signer ayant échoué. Le contrat qui lie la Caisse à l'actuel dépositaire pour les marchés de pays développés a dû, en conséquence, être prorogé d'un an.

23. Ce n'est pas la première fois que la Caisse rencontre ce genre de difficulté, la Division de la gestion des investissements s'évertuant pourtant à appliquer les dispositions prises en 2005 pour la passation des marchés. L'audit de la gestion des contrats réalisé par le Bureau des services de contrôle interne (AS/2009/801/02) a fourni d'utiles informations sur ce sujet. Après trois ans, le contrat que la Caisse est censée signer avec un autre dépositaire est toujours en souffrance. S'étant l'une et l'autre efforcées sans succès de trouver une solution, la Division de la gestion des investissements et la Division des marchés sont parvenues à la conclusion qu'il fallait procéder autrement, à la suite de quoi un consultant a été chargé de déterminer quelles étaient les meilleures pratiques suivies par les gestionnaires de portefeuilles d'envergure mondiale. Sur la base de ses recommandations, qui ont été examinées par le Comité des placements à sa deux cent neuvième réunion, le 9 mai 2011 à New York, et étoffées par la suite, la Caisse a défini les nouvelles règles pratiques à suivre pour dissocier convenablement la prestation de services de la participation aux décisions d'investissement; pour assurer l'efficacité de la gestion de son portefeuille, elle se conforme désormais à ces règles.

24. Des contrats ont été signés avec sept maisons de courtage en actions. Les négociations entreprises avec 12 autres maisons de courtage ont abouti, et 16 contrats sont en cours de rédaction et de négociation. La négociation de contrats aussi nombreux nécessite la mise en œuvre de gros moyens juridiques, la sauvegarde des droits particuliers reconnus à l'ONU et le respect de ses exigences imposant de faire figurer dans ces contrats des clauses de règlement des litiges, d'indemnisations, de confidentialité, d'audit et d'assurance-responsabilité civile qui s'écartent radicalement de la pratique courante. De plus, à la suite de la crise financière, de nombreux États Membres ont entrepris de réformer leur cadre réglementaire, et certains textes nouveaux sont en voie d'adoption, ce qui est source d'incertitude sur les règles en vigueur et complique les négociations.

III. Tour d'horizon économique

25. Pendant l'exercice biennal clos le 31 mars 2012, soit plus de deux ans après la grande récession de 2008-2009, le taux de croissance réel de l'économie américaine a continué de façon générale de se situer en deçà des taux tendanciels à long terme. En rythme annualisé, la valeur réelle du produit intérieur brut (PIB) des États-Unis (c'est-à-dire corrigé de l'inflation) a progressé de 1,8 % en 2011 contre 2,4 % en 2010 (Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis). Le taux de croissance tendanciel de l'économie américaine entre 1985 et 2007 s'est situé entre 2,3 % et 2,6 %. Le PIB nominal a augmenté en moyenne de 4,0 % pendant l'année terminée en mars 2012 mais est resté légèrement en dessous du taux tendanciel à

long terme de 6 %. Une série d'événements survenus dans le monde en 2010 et 2011 ont gravement perturbé l'activité économique réelle, rendu les marchés plus instables et encouragé tantôt une aversion extrême au risque, tantôt un appétit extrême pour le risque parmi les investisseurs. Les préoccupations budgétaires ont dominé à plusieurs reprises dans les pays de l'Union européenne en 2010 et en 2011 et exacerbé les risques souverains en Europe et ailleurs dans le monde. Les troubles politiques au Moyen-Orient et en Afrique du Nord au début de 2011 et la persistance des incertitudes géopolitiques sur le plan mondial ont provoqué de fortes fluctuations des cours du pétrole. Les tragédies qui ont frappé l'Asie en 2011 ont eu de nombreuses retombées sur la filière d'approvisionnement industriel et technologique. Le creusement du déficit budgétaire américain et la polémique qui a entouré le plafond de l'endettement ont entraîné un déclassement sans précédent de la dette du Trésor américain en août 2011. Toutefois, un large éventail d'indicateurs économiques, tels que les données mensuelles de l'Institute for Supply Management et le Conference Board Leading Economic Index, ont confirmé que la reprise économique était lancée, encore que son rythme soit plus lent que lors de reprises passées. La récession continue de faire sentir ses effets sur le taux de chômage, mais le marché du logement a commencé à se redresser petit à petit. Cela s'est traduit par une légère augmentation des indices de confiance des consommateurs (données de la University of Michigan et du Conference Board Leading Economic Index), qui sont cependant encore très en deçà des moyennes à long terme. Du fait de la faible consommation des ménages et de la modestie de la production, l'inflation hors énergie et alimentation mesurée par les indices de prix à la consommation et à la production (Department of Labour) a peu progressé et a continué à être maîtrisée.

26. Malgré les obstacles macroéconomiques, le marché des actions (mesuré par l'indice S&P 500) a augmenté de 22 % en valeur absolue aux États-Unis pendant l'exercice biennal terminé le 31 mars 2012 et a progressé de 113 % par rapport aux niveaux de mars 2009. Les entreprises non financières ont réussi à sortir de la récession et ont continué d'afficher des bénéfices, une situation de trésorerie et un bilan relativement solides. Le chiffre d'affaires et les bénéfices des entreprises ont progressé à un rythme plus modeste, le rebond qu'ils avaient connu ces deux dernières années commençant à se tasser. Dans la pratique, les résultats des entreprises ont généralement été supérieurs à ceux de l'économie réelle. La valeur des actions continue de se situer à des niveaux très attrayants, en dessous de la « juste valeur » (calculée selon la méthode du coefficient de capitalisation des résultats) du fait des disparités de la croissance économique et des incertitudes qui entourent les investissements. Si les tendances concernant les bénéfices se confirment, la valeur des actions calculée sur la base des bénéfices maximaux obtenus tout au long du cycle continuera d'être très attrayante. La restructuration du secteur financier mondial se poursuit et les conséquences, considérables, en sont encore inconnues. Le renforcement de la réglementation signifie que des conditions plus rigoureuses sont imposées en matière de fonds propres et qu'il devient plus difficile de prévoir les profits. La bonne santé du système financier est un facteur essentiel de la poursuite de la reprise économique.

27. L'économie canadienne a suivi des tendances semblables à celles des États-Unis, à ceci près qu'elle a été plus fortement tributaire des exportations, lesquelles représentent près du tiers de l'économie totale. D'après Statistiques Canada, le PIB corrigé de l'inflation a progressé de 1,8 % en 2011, sur une base annualisée, contre 3,5 % en 2010. Une monnaie relativement forte et le fléchissement de la demande

étrangère expliquent en bonne partie le relâchement de la croissance à la fin de la période. Ainsi que cela a été le cas aux États-Unis, principal partenaire commercial du Canada, la reprise a eu du mal à s'inscrire dans la durée. Les doutes entourant la reprise mondiale ont déstabilisé les cours mondiaux des matières premières, ce qui a eu des retentissements sur la production et les exportations canadiennes. Un secteur financier fort et des mesures d'austérité budgétaires ont cependant permis à l'économie canadienne de rester à flot.

28. En Europe, les conditions économiques se sont légèrement améliorées pendant l'année budgétaire terminée le 31 mars 2011, mais la situation a beaucoup varié d'un pays à un autre et les perspectives de croissance sont en demi-teinte. Le début de la période a été marqué par les préoccupations suscitées par le niveau des dettes souveraines et l'Union européenne a pris des mesures d'apaisement tout au long de l'année. En mai 2010, l'Union européenne, en concertation avec le Fonds monétaire international (FMI), a approuvé un plan d'aide à la Grèce d'un montant de 110 milliards d'euros. Deux autres programmes de prêts – le Mécanisme européen de stabilisation financière et le Fonds européen de stabilité financière – ont été créés et dotés de 750 milliards d'euros destinés aux pays ayant besoin d'une aide jusqu'à la fin de 2013. En novembre 2010, l'Union européenne a accédé à la demande d'aide financière émanant de l'Irlande et a accordé à celle-ci une aide de 85 milliards d'euros composée de prêts du FMI, de sommes prélevées sur le Fonds européen de stabilité financière et de prêts bilatéraux. Vers la fin de l'année budgétaire, elle a relevé le plafond du Fonds européen de stabilité financière et a institué un nouveau fonds doté de 500 milliards d'euros, le Mécanisme européen de stabilité, appelé à remplacer le Fonds européen de stabilité financière en 2013. Ces mesures n'ont cependant pas suffi à apaiser les marchés obligataires. Les rendements exigés par les investisseurs pour financer les économies en difficulté ont continué de frôler des niveaux records. Des mesures économiques plus larges ont facilité une reprise économique modeste en Europe. Dans la zone euro, les indices de confiance des consommateurs et l'indice composite PMI (Purchasing Managers' Index) se sont améliorés. Le PIB de la zone euro a atteint 2 % en glissement annuel au quatrième trimestre de 2010. Au Royaume-Uni, les chiffres annoncés initialement pour le PIB au premier trimestre de 2011 ont atteint 1,8 % en glissement annuel. Les prévisions dans la zone euro et au Royaume-Uni pour le reste de l'année laissent à penser que les pourcentages continueront de se situer dans ces alentours et que la croissance restera modérée. On s'attend à ce que les forts taux de chômage et l'incidence des mesures d'austérité freinent la croissance. L'augmentation des cours des matières premières, l'alternance politique dans un certain nombre de pays et le regain d'inflation sont également des sujets de préoccupation. L'ensemble de ces facteurs a contribué à déstabiliser les marchés des actions tout au long de l'année.

29. L'année budgétaire terminée le 31 mars 2012 en Europe a été marquée par l'intensification des préoccupations liées au problème des dettes souveraines, les mesures prises pour endiguer ce problème et le pessimisme des prévisions de croissance économique. La Banque centrale européenne, craignant une reprise de l'inflation, a relevé son taux d'intérêt de référence de 25 points de base en avril. En mai, de nouvelles mesures visant à juguler la crise de la dette souveraine ont été prises avec l'annonce faite par le Portugal, l'Union européenne et le FMI d'une aide de 78 milliards d'euros. En juillet, le Conseil européen a accepté de prêter plus de souplesse au Fonds européen de stabilité financière et d'élargir son autorité, et des plans concernant l'octroi d'une nouvelle aide à la Grèce ont été établis. Peu après, la

Banque centrale européenne a commencé à acheter des obligations souveraines sur le marché secondaire. L'incertitude liée au risque d'insolvabilité et à l'effondrement de la zone euro a continué de régner sur les marchés obligataires alors que l'automne venait. La situation a encore été aggravée par la décélération plus ou moins rapide de la croissance économique dans l'ensemble de la région, les mesures d'austérité commençant à faire sentir leurs effets. L'on s'est accordé à dire que la croissance dans la zone euro serait négative. Face aux nouvelles perspectives économiques, la Banque centrale européenne a abaissé par deux fois son taux d'intérêt de référence de 25 points de base, la première fois en novembre et la seconde en décembre. Elle a également décidé de proposer des prêts illimités de trois ans aux banques dans le cadre de l'opération de refinancement à long terme, assouplissant les conditions de garantie et réduisant le coefficient de réserves obligatoires. En décembre, les dirigeants européens ont conclu un pacte de stabilité budgétaire doté de mécanismes automatiques de correction applicables aux budgets nationaux. Ils ont également décidé d'accélérer la mise en œuvre du Mécanisme européen de stabilité, de continuer à tirer parti du Fonds européen de stabilité financière et d'envisager de recourir à des ressources supplémentaires sous forme de prêts bilatéraux au FMI. En février 2012, les ministres des finances de l'Union européenne et la Grèce se sont entendus sur un programme d'aide de 130 milliards d'euros visant à ramener le taux d'endettement public à 120,5 % du PIB d'ici à 2020. Également en février, la Banque centrale européenne a procédé à une deuxième opération de refinancement à long terme et a prêté 529,5 milliards d'euros à plus de 800 banques. À la fin du premier trimestre, les ministres des finances des pays de l'Union européenne ont annoncé le relèvement du plafond du Mécanisme européen de stabilité et du Fonds européen de stabilité financière, passé de 500 milliards à 700 milliards d'euros. Ces mesures ont aidé à éviter une débâcle des emprunteurs souverains au premier trimestre 2012, mais les taux d'intérêt imposés aux États sont restés élevés, tandis que les perspectives de croissance européenne restaient faibles. Les marchés des actions en Europe ont reflété les préoccupations économiques mondiales et ont terminé la période à la baisse.

30. L'économie japonaise a connu une croissance soutenue pendant la majeure partie de l'année budgétaire terminée le 31 mars 2011. Avant qu'un séisme de magnitude 9 ne dévaste la côte est du pays le 11 mars 2011, le PIB avait augmenté pendant chacun des trimestres de 2010. À la fin de février 2011, la production industrielle avait augmenté pendant quatre mois consécutifs, le nombre de logements mis en chantier avait augmenté pendant neuf mois consécutifs et le taux de chômage était tombé à 4,6 %, soit le niveau le plus bas en deux ans et une diminution de 100 points de base depuis le pic de juillet 2009. Au troisième trimestre de 2011, les dépenses d'équipement du pays avaient augmenté en glissement annuel pour la première fois depuis trois ans et demi, encore qu'elles ne représentaient en valeur absolue que 70 % du niveau le plus élevé atteint avant la crise financière mondiale. Malgré l'amélioration des facteurs économiques de base, Moody's a baissé la note de la dette à long terme du Japon en février 2011, craignant que l'impasse politique n'entrave les mesures à prendre pour résorber l'endettement colossal du pays. Le yen fort est resté un sujet de préoccupation pour les entreprises japonaises tout au long de l'année budgétaire terminée en 2011. Le yen s'est apprécié et s'échangeait à 80,40 face au dollar en octobre 2010 malgré l'intervention à la vente décidée par la Banque du Japon pour la première fois en six ans et demi. Il s'est brièvement échangé à 76,25 face au dollar en mars, soit le niveau le plus élevé, hausse qui a été contrée par une intervention à la vente

coordonnée par les pays du G-7. Le yen s'est apprécié de 11,1 % par rapport au dollar des États-Unis et de 6,8 % par rapport à l'euro pendant l'année budgétaire terminée en mars 2011.

31. Comme suite au séisme qui a dévasté la côte est du Japon, au tsunami meurtrier et aux fuites radioactives à la centrale nucléaire de Fukushima Daiichi exploitée par Tokyo Electric Power, la bourse japonaise a subi une forte correction et a plongé le pays dans l'incertitude. L'économie et les entreprises japonaises ont dû faire face à des turbulences pendant la majeure partie de l'année budgétaire terminée en mars 2012. Le séisme et le tsunami ont également gravement perturbé les filières d'approvisionnement du pays, et il en a été de même avec les crues qui ont frappé la Thaïlande. Le Japon a également souffert de l'appréciation du yen face à la plupart des principales monnaies. En glissement annuel, le PIB réel a reculé pendant chacun des trimestres de 2011, avant de progresser de 1,4 % pendant le trimestre terminé en mars 2012. Toujours en glissement annuel, la production industrielle et les exportations ont diminué mois après mois après le séisme de mars à cause des perturbations des filières d'approvisionnement, de la baisse de la demande à l'étranger et du yen fort. Le yen s'est apprécié de 11 % par rapport au dollar des États-Unis, passant de 85,49 face au dollar à 76,91 à la fin de décembre 2011, et a progressé de 23 % par rapport à l'euro pendant la même période, malgré les interventions du Gouvernement et de la Banque du Japon. La stagnation des exportations et l'augmentation des importations de gaz naturel liquéfié à la suite de l'arrêt des réacteurs nucléaires ont provoqué un déficit de la balance commerciale du pays en 2011, le premier en 48 ans, tandis que les profits des entreprises étaient revus à la baisse. Afin de financer le relèvement des régions frappées par le séisme et d'aider les entreprises touchées par les perturbations des filières d'approvisionnement, le Gouvernement japonais a approuvé quatre rallonges budgétaires, d'un montant de 20 000 milliards de yens pendant l'année, ce qui a entraîné une forte augmentation de la consommation dans la région de Tohoku, une progression de la demande de machines et une augmentation des commandes immobilières.

32. Les conditions concernant les investissements se sont améliorées au dernier trimestre de l'année budgétaire terminée en mars 2012, aidées en cela par la décision de la Réserve fédérale des États-Unis de continuer à proposer des taux d'intérêt très faibles, l'assouplissement de la politique monétaire annoncé par la Banque du Japon en février 2012, la poursuite de l'aide financière donnée par la Banque centrale européenne et la publication d'une série d'indicateurs économiques solides. Compte tenu de ces circonstances, la dépréciation du yen s'est intensifiée et a laissé espérer des profits plus importants pour les exportateurs. Malgré un environnement macroéconomique en demi-teinte, certaines données économiques ont montré une amélioration constante des perspectives à court terme. Les exportations vers les États-Unis se sont remises des perturbations subies par les filières d'approvisionnement à la suite du séisme de mars 2011, les exportations automobiles étant dopées par la reconstitution des stocks et le lancement de nouveaux modèles. Les dépenses de consommation ont augmenté, comme le montre la progression en glissement annuel des ventes au détail pendant trois mois consécutifs (+1,8 %, +3,4 % et +10,3 % de janvier à mars 2012), soutenues par la baisse du chômage et par le fait que la frugalité qui avait fait suite au séisme a cédé la place à l'optimisme. Les commandes de machines ont continué de progresser et l'indice Tankan publié par la Banque du Japon en avril 2012 a fait apparaître une

reprise des exportations et du secteur des services. Les régions touchées par le séisme ont bénéficié de grands chantiers de reconstruction, lesquels ont dynamisé la consommation, les dépenses d'équipement et le secteur du bâtiment. Compte tenu de ce qui précède et de la forte dépréciation du yen par rapport au dollar (le yen passant de 76,20 à 83,73 face au dollar) pendant le trimestre terminé en mars 2012, les perspectives concernant les bénéfices pour l'année budgétaire 2012 ont été revues à la hausse à partir de la fin février.

33. Malgré la crise financière mondiale, l'Australie a réussi à échapper à la récession pendant l'année budgétaire terminée en mars 2010 et a bénéficié d'une solide croissance économique avec un PIB en progression séquentielle pour chaque trimestre de l'année budgétaire terminée en mars 2011. À l'inverse des autres pays développés, elle a continué à durcir sa politique monétaire pendant l'année terminée en mars 2011 : la Banque de réserve d'Australie a ainsi augmenté son taux au jour le jour de 100 points de base pour le faire passer à 4,75 %. Elle a cependant évité de toucher aux taux d'intérêt entre mai 2010 et mars 2011 en réponse aux graves crues qui ont dévasté le Queensland, à l'effritement de la confiance des consommateurs et aux préoccupations suscitées par l'incidence du durcissement de la politique monétaire en Chine sur la demande de matières premières, par le séisme et la crise nucléaire au Japon et par les troubles politiques au Moyen-Orient et en Afrique du Nord. Trois cent dix-neuf mille emplois ont été créés pendant l'année budgétaire terminée en mars 2011, tandis que le taux de chômage oscillait entre 4,9 % et 5,4 %, le nombre de demandeurs d'emploi dépassant largement le nombre d'emplois créés. En glissement annuel, l'indice des prix à la consommation a augmenté de 3,3 % pendant le trimestre terminé en mars 2011, comparé à une progression de 2,9 % pendant le trimestre terminé en mars 2010, dépassant ainsi la fourchette de 2 à 3 % jugée acceptable par la Banque de réserve de l'Australie s'agissant du taux d'inflation et justifiant le recours à une politique monétaire plus stricte. Le dollar australien s'est apprécié de 11,2 % par rapport au dollar des États-Unis pendant l'année budgétaire terminée en mars 2011.

34. Bien que le début de l'année budgétaire terminée en mars 2012 ait été marqué par un durcissement de la politique monétaire, une conjoncture nationale défavorable (crues dans le Queensland, érosion de la confiance des consommateurs, hausse du chômage, atonie des ventes de logements, appréciation du dollar australien) et des événements aux conséquences mondiales, tels que l'accident nucléaire au Japon, le ralentissement de la croissance aux États-Unis et en Chine, la baisse de la demande de matières premières et la crise de la dette souveraine en Europe, ont incité la Banque de réserve de l'Australie à préserver la croissance économique en maintenant les taux d'intérêt au même niveau et en réduisant le taux au jour le jour de 50 points de base pour le faire passer à 4,25 % pendant le trimestre terminé en décembre 2011. En glissement annuel, la croissance du PIB s'est effritée pour n'atteindre que 1,2 % au trimestre terminé en mars 2011, après avoir connu une progression comprise entre 2,2 % et 3,0 % en 2010. Pendant l'année budgétaire terminée en mars 2012, la croissance trimestrielle du PIB est passée de 2,0 % à 4,3 % en glissement annuel. Le taux de chômage a oscillé entre 4,9 % et 5,3 %. En glissement annuel, l'augmentation de l'indice des prix à la consommation a atteint 3,6 % pendant le trimestre terminé en juin 2011 et a progressé à un rythme plus modéré, 1,6 %, pendant le trimestre terminé en mars 2012. Le taux de change du dollar australien s'est établi entre 0,9528 et 1,1021 pour un dollar des États-Unis pendant l'année budgétaire terminée en mars 2012.

35. La région administrative spéciale de Hong Kong a connu une croissance économique robuste pendant l'année budgétaire terminée en mars 2011; la croissance trimestrielle du PIB a oscillé entre 6,7 % et 7,6 % en glissement annuel et a été soutenue par de faibles taux d'intérêt, des programmes de relance et une reprise des exportations. Les exportations ont poursuivi leur forte progression après avoir atteint leur niveau le plus bas en octobre 2009 et ont augmenté à un rythme compris entre 13 % et 36 % pendant l'année budgétaire terminée en mars 2011. Les prix de l'immobilier résidentiel ont augmenté de 29 % pendant l'année budgétaire terminée en mars 2011 et la tendance s'est poursuivie pendant l'année terminée en mars 2012 avec une nouvelle hausse de 20 %. Cela a incité les autorités de Hong Kong à prendre une série de mesures pour éviter une bulle des prix des actifs et ralentir la progression des prix de l'immobilier. Pendant l'année budgétaire terminée en mars 2012, la croissance trimestrielle du PIB de la région administrative spéciale s'est ralentie, victime des effets du ralentissement de la croissance économique mondiale et de la décision prise par la Chine de maintenir une politique monétaire stricte afin de calmer la surchauffe du marché de l'immobilier et de maîtriser l'inflation. La croissance du PIB a atteint son niveau le plus élevé, 7,6 %, pendant le trimestre terminé en mars 2011 avant de tomber à 0,4 % en glissement annuel pendant le trimestre terminé en mars 2012. Les exportations ont subi les effets de l'atonie économique, passant en glissement annuel d'un taux de croissance de 27,6 % en janvier 2011 à un taux de -6,8 % en mars 2012. La croissance des ventes au détail est restée forte, stimulée par les touristes venant de Chine continentale, et a oscillé entre 8,5 % et 29,1 % pendant l'année budgétaire terminée en mars 2012. Les prix des logements ont commencé à se tasser après avoir connu une hausse de 77 % entre le début de 2009 et juin 2011 et ont reculé de 6 % pendant le second semestre de 2011.

36. À Singapour, les exportations ont été le moteur de la croissance trimestrielle du PIB, laquelle a oscillé entre 9,1 % et 19,4 % en glissement annuel pendant l'année budgétaire terminée en mars 2011. Les prix des logements sur les marchés public et privé ont progressé de 11 % et 15 %, respectivement, atteignant ainsi leurs niveaux les plus élevés avant que les autorités n'interviennent pour calmer la surchauffe. L'indice des prix à la consommation a lui aussi progressé : il a augmenté de 3,2 % en glissement annuel en avril 2010 et de 5 % en mars 2011. Face aux pressions inflationnistes, les autorités monétaires de Singapour ont veillé à ce que le dollar singapourien s'apprécie progressivement. Pendant l'année budgétaire terminée en mars 2012, Singapour, petit pays dont l'économie est ouverte, a été touchée par le ralentissement de la croissance économique mondiale, la croissance trimestrielle du PIB passant de 9,1 % en glissement annuel pendant le trimestre terminé en mars 2011 à 1,6 % pendant celui terminé en mars 2012. Les exportations hors produits pétroliers ont connu une faible progression, voire une croissance négative, pendant la majeure partie de l'année budgétaire terminée en mars 2012. Les prix de l'immobilier résidentiel ont progressé à un rythme plus modéré – entre 3 % et 4 % – par rapport aux taux à deux chiffres atteints l'année précédente. Les autorités monétaires de Singapour ont poursuivi leur politique d'appréciation progressive du dollar singapourien.

37. Pendant l'exercice biennal terminé en mars 2012, la croissance des pays dont l'économie décolle a fortement repris au début de la période avant de se tasser, victime du ralentissement économique mondial. Au début de la période, les pays en plein essor ont pu soutenir la croissance et maîtriser l'inflation. La dernière partie de l'exercice biennal s'est caractérisée par un déclin synchronisé de la croissance lié à

la détérioration de l'économie dans les pays développés et à l'aggravation de la crise de la dette en Europe. Il était à craindre qu'une rechute des pays développés ne se transmette aux pays en développement.

38. La Chine est demeurée le pays asiatique qui a connu la plus forte croissance. Son PIB a progressé de 10,4 % en 2010 et de 9,2 % en 2011, principalement à cause d'un programme de relance de 4 000 milliards de yuan et d'une politique de prêt laxiste. La croissance trimestrielle du PIB s'est ralentie pour s'établir à 8,1 % au premier trimestre de 2012, contre 11,9 % au premier trimestre de 2010. Selon le FMI, environ 30 % de la croissance mondiale seraient dus à la Chine dans les prochaines années. Les exportations se sont redressées en 2010 et 2011 après le fort recul qu'elles avaient subi en 2008, mais depuis elles ont commencé à diminuer de nouveau. La forte reprise économique a eu des retentissements sur les prix à la consommation et les coûts salariaux, et l'inflation s'est élevée à 3,3 % en 2010 et à 5,4 % en 2011. Les autorités ont continué d'imposer des restrictions concernant les logements. Bien qu'elle ne soit pas considérée comme trop élevée pour une économie en forte expansion comme celle de la Chine, l'inflation a dépassé le plafond de 3 % fixé par le Gouvernement. En 2010, la Banque populaire de Chine a relevé à 6,31 % son taux d'emprunt à un an et a fait passer le coefficient de réserves obligatoires à 20 %, soit son niveau le plus élevé. En 2011, elle a encore relevé le coefficient de réserves obligatoires, le faisant passer à 21,5 %, avant d'assouplir sa politique monétaire vers la fin de l'année et d'abaisser le coefficient à 21 % en décembre. La difficulté pour la Chine consiste à faire face au ralentissement actuel de la croissance tout en maîtrisant les excès créés par ses programmes de relance antérieurs.

39. La croissance économique de l'Inde s'est maintenue à un niveau relativement élevé pendant la période considérée. Le PIB a augmenté de 8,4 % en 2010 et de 7,5 % en 2011, mais la croissance s'est ralentie au premier trimestre de 2012 pour plafonner à 5,3 %. Le taux d'inflation mesuré par l'indice des prix à la consommation a atteint 12,1 % en 2010 et 8,9 % en 2011 du fait de l'augmentation des prix des denrées alimentaires et du carburant. L'Inde s'est classée au deuxième rang des pays asiatiques en ce qui concerne le rythme de croissance de l'économie, mais au premier rang en ce qui concerne le taux d'inflation. L'emballlement de la croissance et l'augmentation du taux d'inflation ont incité la Banque centrale à augmenter les taux d'intérêt pour les faire passer de 3,25 % au début de 2010 à 7,5 % à la fin de l'exercice biennal. Le double déficit s'est creusé. Le déficit de la balance des opérations courantes s'est situé à -3,4 % en 2010 et à -3,6 % en 2011, tandis que le déficit budgétaire passait de -4,1 % à -7,2 % pendant la même période.

40. Fortement tributaire des exportations, la République de Corée a réussi à surmonter le marasme qui a caractérisé la demande mondiale pendant l'exercice biennal antérieur. Le taux de croissance du PIB a fortement augmenté et est passé de 0,3 % en 2009 à 6,3 % en 2010. Le rythme s'est ralenti par la suite avec une croissance de 3,6 % en 2011 et de 2,8 % au premier trimestre de 2012. Les exportations, en particulier celles vers la Chine, principal marché de la République de Corée, et la consommation des ménages ont nourri la croissance. L'excédent de la balance des opérations courantes a augmenté et a représenté 3,4 % du PIB en 2010 et 2,7 % en 2011. Le déficit budgétaire a fait place à un excédent équivalent à 1,28 % du PIB en 2010. La reprise de l'économie mondiale a entraîné une augmentation de la demande en composants électroniques et en automobiles, qui a bénéficié à l'économie coréenne. Le won s'est apprécié de façon notable. L'inflation a atteint le niveau maximal jugé acceptable par le Gouvernement, soit 4 %, incitant

la Banque de Corée à relever les taux d'intérêt de référence de 125 points de base pour les faire passer à 3,25 % vers la fin de 2011.

41. En 2010, l'économie brésilienne a connu la reprise la plus rapide des pays d'Amérique latine, stimulée en cela par l'augmentation des exportations de matières premières et de la consommation intérieure. Toutefois, elle a aussi connu le ralentissement le plus marqué des pays de la région à la fin de la période. Le PIB, qui avait reculé de 0,32 % en 2009, a progressé de 7,59 % en 2010, mais de seulement 2,76 % en 2011. Le coût des transports et des logements a augmenté, tandis qu'une pénurie de main-d'œuvre et un taux de chômage réduit à 6 % contribuaient à l'augmentation du taux d'inflation. Le Comité de politique monétaire a relevé le taux Selic de 200 points de base en 2010, le faisant passer à 10,75 %, avant de l'abaisser à 9,75 % au premier trimestre 2012 une fois que l'inflation s'était stabilisée.

42. Après avoir subi un repli de 6,2 % en 2009, le PIB du Mexique a augmenté de 5,5 % en 2010 et de 3,9 % en 2011. La croissance a été dopée par la reprise du secteur manufacturier aux États-Unis, qui a entraîné une augmentation des exportations mexicaines. L'augmentation de l'activité dans le secteur agricole et dans le domaine des exportations a stimulé la demande intérieure. Le secteur manufacturier a montré des signes de dynamisme en réponse à l'amélioration de la conjoncture aux États-Unis. Le Mexique est l'un des rares pays en décollage dans lequel l'inflation est restée modérée et la politique monétaire stable. La Banque du Mexique a conservé son taux d'intérêt de référence aux alentours de 4,5 % en 2011. La demande pour le principal produit d'exportation du Chili, à savoir le cuivre, a augmenté, faisant progresser l'économie du pays de 6,1 % en 2010 et en 2011. La faiblesse historique des taux d'intérêt, 0,5 % à la fin de 2009, et l'augmentation de la demande de matières premières dans le monde ont facilité la reprise de la croissance.

43. Après les mauvais résultats de 2009, les indicateurs économiques de la plupart des pays d'Europe orientale sont passés au vert en 2010. La reprise économique en Fédération de Russie a coïncidé avec des politiques monétaires conciliantes et une augmentation des cours des matières premières et du pétrole, sachant que le pétrole et le gaz naturel représentent 70 % des revenus à l'exportation du pays. Le PIB a augmenté de 4,3 % en 2010 et en 2011. L'inflation a également augmenté, passant à 9,5 % en 2011, et était parmi les plus élevées en Europe orientale. La Banque centrale a ramené les taux d'intérêt à leurs niveaux les plus bas, 7,75 %, en 2010, mais les a depuis relevés pour les faire passer à 8,25 % au second semestre de 2011, poussée en cela par la progression de l'inflation. L'économie turque a connu une forte reprise et le PIB du pays a augmenté de 9,2 % en 2010 et de 8,5 % en 2011, stimulé par la consommation et les exportations. Les autorités turques ont réussi à maîtriser l'inflation, à stabiliser la monnaie et à contenir le déficit de la balance des opérations courantes en prenant la décision controversée d'abaisser les taux d'intérêt par trois fois alors que l'économie était en plein essor. Elles ont cependant décidé de relever le coefficient de réserves obligatoires afin de juguler une croissance du crédit excessive. Le déficit de la balance des opérations courantes reste néanmoins très élevé et représente 9 % du PIB. À l'inverse des autres pays européens, il n'y a pas eu de récession en Pologne en 2009. L'économie a crû à un rythme égal à 3,9 % en 2010 et à 4,3 % en 2011. La croissance a été stimulée par une consommation privée de bon aloi et par les investissements ainsi que par la bonne conjoncture économique en Allemagne.

44. Le secteur manufacturier est sorti de la crise en Afrique du Sud avec la reprise des exportations et de la production dans le secteur automobile et dans celui des métaux non ferreux. Le PIB a augmenté de 2,9 % en 2010 et de 3,2 % en 2011. La demande mondiale stimule la production manufacturière, notamment celle de métaux, qui représente une large part de l'économie. L'emploi reste un problème considérable dans le pays. Le déficit de la balance des opérations courantes s'est réduit, passant de -1,5 % en 2010 à -3,6 % en 2011. Une série de troubles sociopolitiques se sont produits en Afrique, en particulier en Tunisie, en Égypte et en Libye, mais aussi plus récemment en Syrie. À long terme, cela pourrait marquer le début d'une croissance économique durable pour ces pays, mais à court et à moyen terme, cela pourrait nuire à l'expansion économique et accentuer l'instabilité des marchés.

45. En résumé, les pays en plein décollage économique ont amorcé une reprise synchronisée en 2010 et 2011. Bien qu'ils aient évité un ralentissement brutal du taux de croissance pendant la période considérée, ils n'ont pas été épargnés par le fléchissement mondial. La croissance est revenue à des taux plus modérés depuis la fin de 2011 et s'est encore tassée au premier trimestre de 2012. Les pays en plein décollage économique ont été les principaux moteurs et les principaux bénéficiaires de la prospérité économique des 10 dernières années. Le FMI a estimé que 80 % de la croissance du PIB mondial réel en 2012 seraient dus à ces pays. L'économie de ce groupe de pays continuera d'augmenter à un rythme deux fois plus élevé que celui des pays développés. L'année qui vient s'annonce difficile, car il sera malaisé de rendre la croissance durable. De façon générale, l'inflation a été endiguée et les politiques monétaires sont conciliantes, mais la récession dans les pays développés pourrait avoir des retombées sur la croissance des pays en plein décollage. De même, la persistance de la crise du crédit en Europe pourrait affaiblir la performance des valeurs boursières, l'aversion au risque et l'instabilité continuant de dominer. On trouvera plus d'informations sur les pays en plein décollage dans l'annexe au présent document. Pendant l'exercice biennal considéré, les actions des marchés boursiers des pays autres que ceux du groupe BRIC, tels que l'Indonésie et la Thaïlande, sont celles qui ont obtenu les meilleurs résultats. Les restrictions existant en Indonésie et en Thaïlande ont dissuadé la Caisse d'investir sur ces marchés pourtant attrayants. La Division de la gestion des investissements a choisi une autre solution, sous forme de fonds cotés en bourse libellés en dollars des États-Unis, qui lui a permis de réduire la sous-exposition de la Caisse sur ces marchés. Elle s'attachera à trouver des solutions à d'autres restrictions pesant sur les investissements dans les pays en plein décollage afin de réduire les déviations par rapport aux indices de référence et d'atténuer les risques qui pourraient nuire à la performance. Les problèmes qui se posent sont liés à la faible liquidité des petites capitalisations et à l'accès aux valeurs locales en Russie.

IV. Diversification du portefeuille

46. La diversification du portefeuille, qui consiste à répartir les investissements entre différentes classes d'actifs et différents marchés, a pour but de limiter les risques sans qu'il en résulte une réduction proportionnelle du rendement attendu. La large diversification par monnaies, classes d'actifs et régions que pratique la Caisse reste pour elle un moyen efficace d'améliorer le rapport risque/rendement de son portefeuille sur le long terme. Si elle n'avait investi que dans une seule classe d'actifs, cela aurait pénalisé le rendement étant donné qu'il n'y aurait pas eu

diversification des risques. En s'attachant à diversifier dans une optique véritablement mondiale, la Caisse se distingue de tous les autres grands fonds de pension.

47. La part représentée par les actions dans le portefeuille a été maintenue au-dessus des 60 % retenus dans la répartition stratégique des actifs jusqu'au 30 juin 2011. Au troisième trimestre de 2011, l'exposition aux marchés action des pays développés a été ramenée de 65,3 % à environ 60,0 % puis à 58,7 % au 30 septembre 2011. À la fin de la période 2012, les actions représentaient 60,6 % du portefeuille. La part des obligations est restée inférieure à l'objectif stratégique à long terme de 31 % ; au 1^{er} avril 2010, elle représentait 28,6 % du portefeuille puis a légèrement augmenté pour s'établir à 28,8 % à fin mars 2012. L'exposition au marché immobilier est passée de 3,6 % au 1^{er} avril 2010 à 4,5 % au 31 mars 2012. Les placements monétaires à court terme représentaient 2,4 % le 1^{er} avril 2010 et 4,8 % à la fin de la période biennale, le 31 mars 2012. La pondération des différentes classes d'actifs est régulièrement revue à la suite des réunions trimestrielles du Comité des placements en fonction de la répartition tactique proposée par le Représentant du Secrétaire général.

48. Parallèlement aux modifications apportées à la pondération des différentes classes d'actifs, la composition de chacune de ces classes a été modulée en fonction de la stratégie d'investissement de la Caisse pour tirer parti des nouvelles tendances des cycles économiques et des marchés financiers. À la fin de la période 2012, l'exposition aux actions nord-américaines était supérieure de 0,9 % du pourcentage de référence, alors que l'exposition aux actions européennes avait été revue à la baisse et maintenue en deçà de la valeur de référence en raison des préoccupations suscitées par la zone euro, notamment la situation en Grèce, en Espagne, en Italie, en Irlande et au Portugal. À la fin de la période 2012, la Caisse n'avait en portefeuille aucune exposition directe à la dette souveraine de ces pays. La pondération des actions des pays émergents a été accrue au cours de la période biennale. La Caisse a conservé une légère sous-pondération en valeurs du secteur financier et a limité son exposition, en particulier à partir du troisième trimestre de 2007. À la fin de la période biennale, le portefeuille était surpondéré en valeur des secteurs des technologies de l'information, des produits industriels, des matériaux et des biens de consommation. Cette large diversification permet de réduire les risques en les répartissant sur différentes monnaies et différents marchés.

49. Le portefeuille titres à revenu fixe de la Caisse est investi dans 16 monnaies différentes. La part des titres libellée en dollars des États-Unis est de 38 %, les titres libellés en d'autres monnaies représentant donc 62 %. Au 31 mars 2012, le portefeuille comprenait des titres émis dans 30 pays et par 5 entités supranationales et régionales. La Caisse a poursuivi la diversification de son portefeuille et procédé à deux engagements, d'un montant de 100 millions de dollars, dans le secteur des infrastructures énergétiques aux États-Unis. Au 31 mars 2012, ses investissements dans les infrastructures s'élevaient à 17,8 millions de dollars, soit 0,03 % du portefeuille. Le 30 juin 2010, la Division de la gestion des investissements a signé un contrat avec le fonds de capital-investissement sur les marchés d'Afrique, d'Amérique latine et des Caraïbes géré par la Société financière internationale, qui est membre du Groupe de la Banque mondiale. Au 31 mars 2012, elle avait conclu sept partenariats de capital-investissement représentant différentes stratégies, pour un montant total de 125,3 millions de dollars, soit 0,3 % de son portefeuille, ce qui lui a permis de diversifier davantage encore ses investissements dans les pays en développement. En novembre 2010, elle a investi 200 millions de dollars dans le

secteur des matières premières. La Caisse cherche à accroître les rendements obtenus en mettant l'accent sur des investissements opportunistes et sur la diversification par secteur d'activité et par pays.

50. La part du portefeuille de la Caisse investie en Amérique du Nord est passée à 45,7 % en mars 2012 contre 43,1 % deux ans plus tôt. Dans le même temps, la part des valeurs européennes est revenue de 29,3 % à 25,4 % et celle des valeurs de la région Asie-Pacifique de 18,5 % à 18,0 % compte tenu des fluctuations monétaires et de taux d'intérêt. Au 31 mars 2012, la diversification monétaire des investissements dans les différentes classes d'actifs (actions, obligations, actifs immobiliers), liée entre autres à la modification de la répartition géographique des investissements, avait pénalisé les rendements à hauteur de 1,8 % en raison de l'appréciation du dollar des États-Unis par rapport aux principales monnaies. Toutefois, si le portefeuille n'avait été investi que dans une seule monnaie autre que le dollar des États-Unis, le rendement en aurait souffert, les fluctuations monétaires par rapport au dollar n'étant pas synchronisées. Pendant la période considérée, il est arrivé à plusieurs reprises que des résultats négatifs en monnaies locales se transforment en résultats positifs une fois convertis en dollars. Le tableau ci-dessous présente la composition du portefeuille de la Caisse.

Tableau 1
**Valeur de réalisation des investissements de la Caisse,
par pays ou région, au 31 mars 2012^a**

| <i>Pays/région</i> | <i>Montant (millions de dollars É.-U.)</i> | <i>Pourcentage</i> |
|-----------------------|--|--------------------|
| Afrique du Sud | 394,8 | 0,92 |
| Allemagne | 1 916,1 | 4,45 |
| Australie | 1 156,1 | 2,68 |
| Autriche | 49,5 | 0,11 |
| Belgique | 55,2 | 0,13 |
| Brésil | 768,2 | 1,78 |
| Canada | 2 405,7 | 5,58 |
| Chili | 69,9 | 0,16 |
| Chine | 1 377,5 | 3,20 |
| Colombie | 6,8 | 0,02 |
| Danemark | 69,3 | 0,16 |
| Espagne | 263,7 | 0,61 |
| Estonie | 37,1 | 0,09 |
| États-Unis d'Amérique | 17 286,1 | 40,12 |
| Fédération de Russie | 371,7 | 0,86 |
| Finlande ^b | 206,5 | 0,48 |
| France | 1 506,6 | 3,50 |
| Hongrie | 0,0 | 0,00 |
| Inde | 335,8 | 0,78 |
| Indonésie | 20,5 | 0,05 |
| Irlande | 40,3 | 0,09 |
| Israël | 52,1 | 0,12 |
| Italie | 77,4 | 0,18 |

| <i>Pays/région</i> | <i>Montant (millions de dollars É.-U.)</i> | <i>Pourcentage</i> |
|---|--|--------------------|
| Japon | 2 867,4 | 6,65 |
| Lituanie | 34,1 | 0,08 |
| Malaisie | 658,0 | 1,53 |
| Mexique | 646,4 | 1,50 |
| Norvège | 629,3 | 1,46 |
| Nouvelle-Zélande | 36,9 | 0,09 |
| Pays-Bas | 542,3 | 1,26 |
| Pologne | 718,0 | 1,67 |
| République de Corée | 917,6 | 2,13 |
| République tchèque | 42,1 | 0,10 |
| Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord | 3 022,8 | 7,01 |
| Singapour | 383,5 | 0,89 |
| Suède | 716,4 | 1,66 |
| Suisse | 903,4 | 2,10 |
| Thaïlande | 23,7 | 0,05 |
| Turquie | 82,1 | 0,19 |
| Venezuela (République bolivarienne du) | 25,3 | 0,06 |
| Afrique | 209,9 | 0,49 |
| Amérique latine | 27,4 | 0,06 |
| Asie | 239,0 | 0,55 |
| Europe | 193,7 | 0,45 |
| Guernsey, Channel Islands | 25,8 | 0,06 |
| International ^c | 345,3 | 0,80 |
| Marchés émergents ^c | 40,9 | 0,09 |
| Moyen-Orient | 16,9 | 0,04 |
| Organismes multinationaux et multipays | 1 275,8 | 2,96 |
| Total | 43 090,9 | 100,00 |

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

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

^c Les fonds marchés émergents et les fonds euros comprennent des valeurs investies dans plusieurs pays émergents ou plusieurs pays de la zone euro, respectivement.

Tableau 2
Investissements de la Caisse sur les marchés développés^a

| <i>Pays/région</i> | <i>Actions</i> | | <i>Titre à revenu fixe</i> | |
|--------------------|---------------------|---------------------|----------------------------|---------------------|
| | <i>31 mars 2010</i> | <i>31 mars 2012</i> | <i>31 mars 2010</i> | <i>31 mars 2012</i> |
| Allemagne | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Australie | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Autriche | – | – | – | ✓ |
| Belgique | ✓ | ✓ | – | ✓ |

| | | | | |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Canada | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Danemark | ✓ | ✓ | ✓ | – |
| Espagne | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Finlande | – | ✓ | – | ✓ |
| France | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Grèce | ✓ | – | – | – |
| Irlande | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Israël | ✓ | ✓ | – | – |
| Italie | ✓ | ✓ | – | – |
| Japon | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Norvège | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Nouvelle-Zélande | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Pays-Bas | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Portugal | – | – | – | – |
| Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Singapour | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Suède | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Suisse | ✓ | ✓ | ✓ | – |
| États-Unis d'Amérique | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Total | 20 | 20 | 16 | 17 |

^a Classement fondé sur la classification des marchés développés du MSCI.

Tableau 3
Investissements de la Caisse sur les marchés émergents

| | <i>Actions^a</i> | | <i>Titre à revenu fixe</i> | | |
|---------------------|----------------------------|---------------------|----------------------------|---------------------|---|
| | <i>31 mars 2010</i> | <i>31 mars 2012</i> | <i>31 mars 2010</i> | <i>31 mars 2012</i> | |
| Afrique du Sud | ✓ | ✓ | Afrique du Sud | ✓ | ✓ |
| Argentine | – | – | Angola | ✓ | ✓ |
| Arabie saoudite | ✓ | ✓ | Argentine | ✓ | ✓ |
| Bahreïn | ✓ | ✓ | Azerbaïdjan | – | ✓ |
| Botswana | ✓ | ✓ | Bosnie-Herzégovine | ✓ | ✓ |
| Brésil | ✓ | – | Botswana | – | – |
| Bulgarie | – | – | Brésil | ✓ | ✓ |
| Chili | ✓ | ✓ | Chili | ✓ | ✓ |
| Chine | ✓ | ✓ | Chine | ✓ | ✓ |
| Chypre | – | – | Chypre | – | – |
| Colombie | ✓ | ✓ | Colombie | – | – |
| Congo | – | – | Côte d'Ivoire | ✓ | – |
| Côte d'Ivoire | – | – | Croatie | ✓ | ✓ |
| Égypte | ✓ | ✓ | Égypte | ✓ | ✓ |
| Émirats arabes unis | ✓ | ✓ | El Salvador | ✓ | ✓ |

| | <i>Actions^a</i> | | <i>Titre à revenu fixe</i> | | |
|--|----------------------------|---------------------|---|---------------------|---|
| | <i>31 mars 2010</i> | <i>31 mars 2012</i> | <i>31 mars 2010</i> | <i>31 mars 2012</i> | |
| Estonie | – | – | Équateur | ✓ | ✓ |
| Fédération de Russie | ✓ | ✓ | Estonie | ✓ | ✓ |
| Ghana | ✓ | ✓ | Ex-République yougoslave de Macédoine | ✓ | ✓ |
| Hongrie | ✓ | – | Fédération de Russie | ✓ | ✓ |
| Îles Marshall | – | – | Fidji | ✓ | – |
| Inde | ✓ | ✓ | Géorgie | ✓ | ✓ |
| Indonésie | – | ✓ | Ghana | ✓ | ✓ |
| Jordanie | ✓ | – | Grenade | ✓ | ✓ |
| Kazakhstan | – | – | Hongrie | ✓ | ✓ |
| Kenya | ✓ | ✓ | Îles Caïmanes | ✓ | – |
| Kirghizistan | – | – | Inde | – | ✓ |
| Koweït | ✓ | ✓ | Indonésie | – | – |
| Liban | ✓ | – | Iraq | ✓ | ✓ |
| Lituanie | – | – | Israël | – | – |
| Malaisie | ✓ | ✓ | Jordanie | ✓ | ✓ |
| Malawi | ✓ | ✓ | Kazakhstan | ✓ | ✓ |
| Maroc | ✓ | – | Lituanie | ✓ | ✓ |
| Maurice | ✓ | ✓ | Malaisie | ✓ | ✓ |
| Mexique | ✓ | ✓ | Malawi | ✓ | – |
| Namibie | ✓ | ✓ | Maroc | – | – |
| Nigéria | ✓ | ✓ | Maurice | – | – |
| Oman | ✓ | ✓ | Mexique | ✓ | ✓ |
| Pakistan | – | – | Monténégro | – | ✓ |
| Palestine | ✓ | ✓ | Népal | – | – |
| Panama | – | – | Nigéria | ✓ | ✓ |
| Pérou | – | – | Oman | – | – |
| Philippines | – | – | Ouganda | – | ✓ |
| Pologne | ✓ | – | Pérou | – | – |
| Qatar | ✓ | – | Philippines | ✓ | – |
| République de Corée | ✓ | ✓ | Pologne | ✓ | ✓ |
| République tchèque | – | ✓ | Qatar | ✓ | – |
| République-Unie de Tanzanie | – | ✓ | République de Corée | ✓ | – |
| Rwanda | – | ✓ | République de Moldova | – | – |
| Sénégal | ✓ | ✓ | République dominicaine | ✓ | ✓ |
| Sri Lanka | – | – | République populaire démocratique de Corée | ✓ | ✓ |
| Thaïlande | – | ✓ | République tchèque | ✓ | ✓ |
| Tunisie | ✓ | ✓ | Serbie | – | ✓ |
| Turkménistan | – | – | Seychelles | – | ✓ |
| Turquie | ✓ | ✓ | Trinité-et-Tobago | ✓ | ✓ |
| Ukraine | – | – | Tunisie | – | ✓ |
| Venezuela (République bolivarienne du) | – | – | Turquie | ✓ | ✓ |
| Viet Nam | – | – | Ukraine | ✓ | ✓ |
| Zambie | ✓ | ✓ | Uruguay | ✓ | ✓ |
| Zimbabwe | ✓ | ✓ | Venezuela (République bolivarienne du) | ✓ | ✓ |
| Total | 35 | 34 | | | |

| | <i>Titre à revenu fixe</i> | |
|--------------|----------------------------|---------------------|
| | <i>31 mars 2010</i> | <i>31 mars 2012</i> |
| Viet Nam | – | – |
| Zambie | ✓ | – |
| Total | 42 | 43 |

Note : La classification de marchés émergents suit les conventions habituelles des marchés financiers.

^a Le 30 juin 2010, la Division de la gestion des placements a signé un contrat avec le fonds de capital investissement pour l'Afrique, l'Amérique latine et les Caraïbes géré par la Société financière internationale. La Division de la gestion des investissements recherche de nouvelles opportunités d'investissements sur les marchés émergents.

V. Rendement des investissements

A. Rendement total

51. La valeur de réalisation des actifs de la Caisse est passée de 38 348 millions de dollars au 31 mars 2010 à 43 091 millions au 31 mars 2012, soit une augmentation de 4 743 millions, ou environ 9,0 %. Le taux de rendement total s'est établi à 11,9 % pour la période qui s'est achevée le 31 mars 2011 et à 0,6 % pour la période terminée au 31 mars 2012, soit après prise en compte de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis, des taux de rendement réels de 8,9 % et de -2,0 %, respectivement.

52. Les marchés financiers ont connu en 2011 une année très mouvementée, les autorités financières comme les investisseurs cherchant à trouver une solution à la crise de la zone euro. En avril 2011, les avoirs de la Caisse ont atteint le niveau record de 44 milliards de dollars avant de diminuer les mois suivants en raison de la réaction des marchés face à la crise de la dette de la zone euro. La performance du portefeuille actions en 2011 et 2012 s'est établie à 14,9 % et 6,7 %, respectivement, pour les actions américaines et à 13,1 % et -7,3 % pour les autres actions, soit globalement une progression de 13,1 % en 2011 et de -1,2 % en 2012. Les actions ont représenté 67,1 % des actifs de la Caisse en 2011 et 60,6 % en 2012. Pour ce qui concerne les obligations, les performances en 2011 et 2012 ont été de 5,4 % et 6,9 % pour les obligations américaines et de 10,3 % et 3,1 % pour les autres obligations. La progression des investissements dans l'immobilier s'est établie à 12,5 % en 2011 et 10,8 % en 2012 et le rendement des placements à court terme, enfin, a été de 1,3 % en 2011 et de 1,2 % en 2012.

53. Les performances indiquées dans le présent rapport ont été calculées 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 session¹. 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 également compte des variations de la valeur de réalisation des actifs investis et de l'échelonnement des flux de trésorerie.

¹ JSPB/34/R.10.

B. Rendements comparés

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

55. Pour la période se terminant au 31 mars 2011, la performance du portefeuille (11,9 %) a été inférieure de 0,5 % à l'indice de référence comparé à 60 % du Morgan Stanley Capital International MSCI All Country World Index, à 31 % du Barclays Capital Global Aggregate Bond Index, à 6 % du NCREIF Open-End Diversified Core Equity Index et à 3 % du Merrill Lynch 91-day Treasury-bill. La performance sur la période se terminant au 31 mars 2012 (-2,1 %) a également été inférieure à l'indice de référence. Au cours des 15 dernières années, la performance moyenne s'est établie à 6,9 %, soit mieux que les 6,2 % de l'indice de référence 60/31.

56. Sur les 15 dernières années, le MSCI All Country Index a affiché une progression annualisée de 5,6 %, contre 6,3 % pour le portefeuille actions de la Caisse. Au cours de la même période, la progression de l'indice Barclays Capital Global Aggregate Index a été de 6,1 % en valeur annualisée contre 6,6 % pour le portefeuille d'obligations de la Caisse. Au 31 mars 2012, la Caisse avait investi dans 41 pays, 7 institutions internationales et régionales et 23 monnaies.

57. **Gestion des risques.** La Caisse a continué de protéger ses actifs en diversifiant son portefeuille et en privilégiant les sociétés solidement établies. La Division de la gestion des investissements a fait largement appel au nouveau système RiskMetrics pour suivre l'évolution des risques absolus et relatifs.

58. **Équipement.** En janvier 2010, la Division de la gestion des investissements a inauguré son nouveau système électronique de gestion des ordres intégré au système sécurisé de télécommunications financières SWIFT et opérationnel depuis la dernière réunion du Comité mixte. Cette nouvelle infrastructure permettra de réduire les coûts et de sécuriser davantage les mouvements de fonds et fait désormais de la Caisse un client sûr, qui se conforme aux normes les plus élevées du secteur.

59. Depuis 2010, la Section de la gestion des risques et de la déontologie de la Division de la gestion des investissements a mis en place plusieurs politiques clefs qui confirment l'engagement de la Division à se conformer aux normes les plus élevées en matière d'éthique, de gouvernance, de compétence et d'intégrité. Une politique a été définie concernant les investissements à titre personnel susceptibles de créer des conflits d'intérêts ou l'apparence de conflits d'intérêts entre les investissements effectués à titre personnel par les membres de la Division et leur activité de gérant. La politique en matière de cadeaux et d'invitations a pour objectif de prévenir les situations dans lesquelles il pourrait y avoir conflit d'intérêts ou apparence de conflit d'intérêts avec ceux de la Division ou de la Caisse. La Division a ainsi adopté pour les fonctionnaires travaillant dans des domaines sensibles, une règle de tolérance zéro pour ce qui est des cadeaux offerts par une entité en relations d'affaires avec la Division ou qui cherche à établir de telles relations. La politique de congé obligatoire impose aux fonctionnaires exerçant des responsabilités fiduciaires de prendre des congés annuels d'au moins 10 jours ouvrables consécutifs. Cette règle s'explique par le fait que certains types de malversation peuvent parfois être découverts alors que la personne responsable n'est pas là pour

les dissimuler. La politique en matière de communication et de conservation des documents définit les pratiques en matière de communication, notamment sur les réseaux sociaux, et la conservation de documents officiels de façon à garantir la sécurité et l'intégrité de la Caisse.

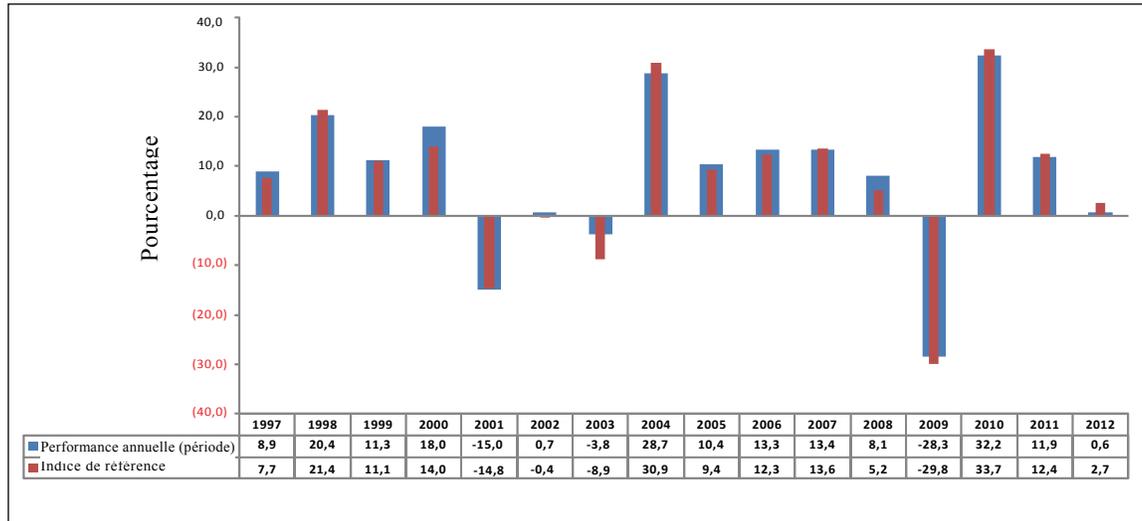
60. **Dépositaires et comptable centralisateur indépendant multiples.** Un contrat pour un comptable centralisateur indépendant a été signé avec la société Northern Trust et est devenu effectif le 1^{er} juin 2012. Un contrat de dépositaire mondial pour les marchés émergents et périphériques a été signé avec Citibank, N.A. et est devenu effectif le 2 juillet 2012. Au moment de la rédaction du présent rapport, les ouvertures de compte et le transfert des avoirs de Northern Trust à Citibank, N.A. étaient en cours. Les négociations avec une autre banque ont échoué, et un appel d'offres a été lancé pour les services de dépositaire concernant les marchés développés. Ce nouveau modèle de dépositaires et de comptables centralisateurs multiples a été adopté afin de minimiser les risques au vu de l'expérience acquise lors de la crise économique de 2008 qui a touché les institutions financières du monde entier.

61. **Conseiller fiscal.** La Caisse est en train d'engager un conseiller fiscal mondial afin de l'aider à recouvrer les créances sur les administrations fiscales. Les demandes de remboursement dans les juridictions où il n'existe pas de procédure à cet effet se sont révélées être une tâche à la fois difficile et prenante pour les ressources humaines de la Caisse. Le conseiller fiscal aidera cette dernière et effectuera un examen général de toutes les créances, afin de déterminer dans quelle mesure elles pourront être recouvrées. Il aidera également la Caisse à revoir ses accords de partenariat limité avec les gérants dans les secteurs de l'immobilier et du capital investissement, afin de garantir l'exonération fiscale.

C. Performance sur longue période

62. Au cours de la période biennale qui s'est achevée le 31 mars 2012, les marchés ont été particulièrement volatils : la performance du portefeuille d'actions, nettement positive entre 1993 et 2000, a fortement diminué au cours des trois années suivantes. Elle a été positive de 2004 à 2008, année à partir de laquelle les marchés ont affiché une forte volatilité. Sur les exercices 2011 et 2012, elle s'est établie à 11,9 % et à 0,6 %, respectivement, soit 0,5 % et 2,07 % de moins que la progression de l'indice de référence.

Figure I
Performance sur longue période des actifs de la Caisse



63. Comme on peut le voir sur le tableau ci-dessous, la Caisse a réalisé des performances supérieures à l'indice de référence pendant 6 des 10 périodes fiscales se terminant au 31 mars 2012. La performance annualisée du portefeuille sur la période de 50 ans pour laquelle on dispose de données s'est établie à 8,2 %, soit 3,8 % après correction par l'indice liste des prix à la consommation aux États-Unis.

Figure II
Performance annuelle jusqu'au 31 mars 2012

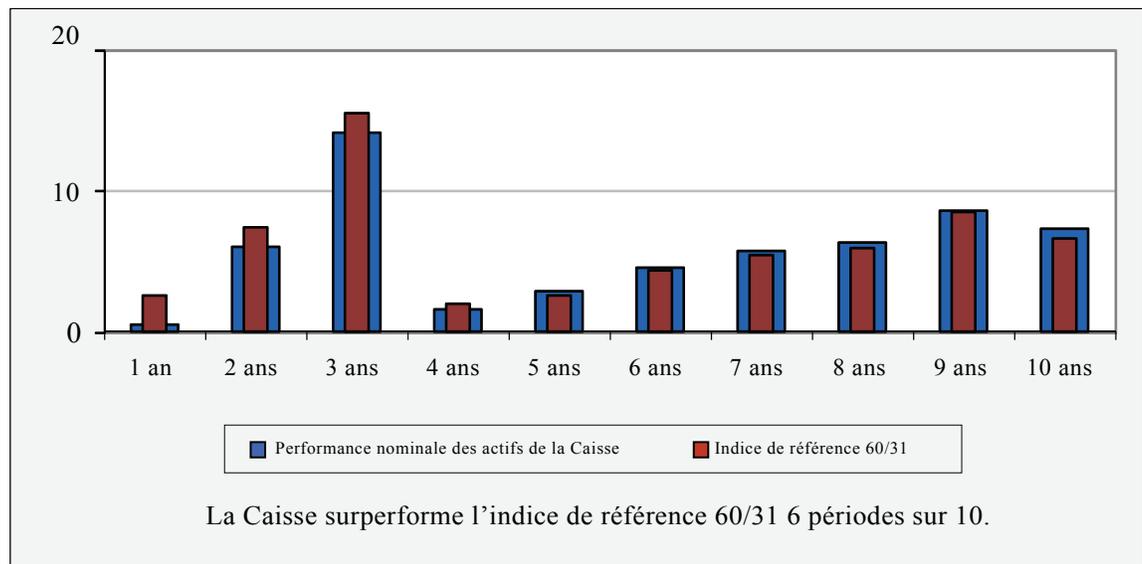


Tableau 4
Performance annuelle totale des investissements de la Caisse
 (En pourcentage de la valeur de réalisation des titres du 31 mars 1962 au 31 mars 2012)

| Période | Actions | | | Obligations | | | | | Ensemble des actifs | | |
|---------|------------|-------------|---------|-------------------------------|----------------------------|--------------------------------|--------------------|-------------------------------|---------------------|----------------------|--------------------------|
| | États-Unis | Autres pays | Total | MSCI World Index ^a | Libellées en dollars É.-U. | Libellées en d'autres monnaies | Total ^e | SBCGI Bond Index ^d | | Valeurs immobilières | Placements à court terme |
| 1961 | 18,8 | 37,8 | 19,4 | - | - | - | 8,0 | - | - | - | 12,7 |
| 1962 | 12,37 | 0,87 | 11,65 | - | - | - | 3,91 | - | - | - | 6,61 |
| 1963 | (0,60) | (16,34) | (0,59) | - | - | - | 5,49 | - | - | - | 4,07 |
| 1964 | 18,18 | 7,48 | 17,45 | - | - | - | 2,12 | - | - | - | 8,24 |
| 1965 | 10,89 | 8,30 | 10,44 | - | - | - | 4,41 | - | - | - | 6,98 |
| 1966 | 4,53 | 3,22 | 4,31 | - | - | - | (2,14) | - | - | - | 0,66 |
| 1967 | 11,76 | (2,32) | 8,98 | - | - | - | 3,97 | - | - | - | 7,91 |
| 1968 | 2,86 | 28,30 | 7,46 | - | - | - | (4,89) | - | - | - | 1,60 |
| 1969 | 13,35 | 20,07 | 14,64 | - | - | - | 2,66 | - | - | - | 9,09 |
| 1970 | (5,10) | (2,18) | (4,49) | - | - | - | 1,41 | - | - | - | (1,75) |
| 1971 | 13,94 | 3,31 | 11,46 | 9,28 | - | - | 14,10 | - | - | 8,73 | 13,53 |
| 1972 | 14,13 | 34,30 | 18,33 | 16,92 | - | - | 9,41 | - | 11,58 | 7,15 | 16,98 |
| 1973 | 5,85 | 20,77 | 9,49 | 13,47 | - | - | 7,40 | - | 4,78 | 5,92 | 8,55 |
| 1974 | (16,70) | (21,48) | (18,10) | (16,40) | - | - | 1,92 | - | 10,18 | 10,70 | (13,55) |
| 1975 | (11,20) | 11,60 | (5,16) | (6,09) | 6,20 | 14,63 | 6,55 | - | (1,03) | 12,35 | 0,18 |
| 1976 | 16,37 | 10,76 | 14,58 | 15,59 | 11,22 | 1,91 | 10,02 | - | 5,16 | 7,70 | 13,16 |
| 1977 | (8,25) | (3,75) | (6,62) | (0,95) | 10,40 | 15,20 | 11,06 | - | 3,70 | 5,20 | (0,26) |
| 1978 | (5,60) | 20,31 | 4,16 | 6,11 | 5,62 | 24,39 | 8,72 | - | 8,25 | 7,67 | 6,12 |
| 1979 | 22,36 | 21,67 | 22,07 | 21,27 | 4,70 | 12,50 | 6,63 | 8,04 | 16,86 | 8,56 | 15,07 |
| 1980 | 10,89 | (10,31) | 1,08 | (0,18) | (9,53) | (4,64) | (7,63) | (13,16) | 17,42 | 11,75 | (0,39) |
| 1981 | 43,19 | 39,60 | 41,45 | 34,80 | 14,99 | 9,45 | 12,51 | 20,38 | 14,71 | 15,76 | 26,60 |
| 1982 | (17,88) | (19,64) | (18,77) | (15,00) | 11,08 | 0,40 | 6,20 | (0,69) | 17,51 | 17,95 | (7,85) |
| 1983 | 40,91 | 23,60 | 33,55 | 31,60 | 32,53 | 14,54 | 24,89 | 20,54 | 7,07 | 12,76 | 27,05 |
| 1984 | 5,08 | 32,46 | 15,66 | 17,30 | 5,46 | 12,42 | 8,67 | 8,20 | 13,33 | 13,07 | 13,01 |
| 1985 | 20,75 | (6,82) | 9,54 | 7,20 | 17,86 | (8,22) | 4,53 | 5,50 | 13,47 | 3,62 | 8,09 |
| 1986 | 34,95 | 58,48 | 43,44 | 56,02 | 54,30 | 50,33 | 51,21 | 48,70 | 10,75 | 6,95 | 41,52 |

| Période | Actions | | | | Obligations | | | | | | |
|---------|------------|-------------|--------|-------------------------------|----------------------------|--------------------------------|--------------------|-------------------------------|----------------------|--------------------------|---------------------|
| | États-Unis | Autres pays | Total | MSCI World Index ^a | Libellées en dollars É.-U. | Libellées en d'autres monnaies | Total ^e | SBCWI Bond Index ^d | Valeurs immobilières | Placements à court terme | Ensemble des actifs |
| 1987 | 21,63 | 43,88 | 30,01 | 43,22 | 9,14 | 32,63 | 22,59 | 17,42 | 12,67 | 11,97 | 24,69 |
| 1988 | (12,18) | 2,15 | (4,74) | 5,81 | 3,26 | 20,24 | 12,65 | 11,42 | 9,19 | 7,67 | 3,10 |
| 1989 | 13,20 | 10,00 | 11,30 | 13,56 | 2,10 | (5,50) | (2,40) | 0,36 | 8,20 | 10,40 | 5,90 |
| 1990 | 21,54 | 13,21 | 16,57 | (2,30) | 10,47 | 2,93 | 6,20 | 3,12 | 12,31 | 9,72 | 11,56 |
| 1991 | 8,9 | 1,2 | 4,5 | 3,2 | 12,5 | 17,4 | 15,0 | 16,2 | 5,1 | 13,1 | 8,9 |
| 1992 | 11,3 | 0,1 | 4,9 | (0,5) | 13,7 | 14,0 | 14,0 | 14,0 | (4,1) | 6,5 | 7,6 |
| 1993 | 17,3 | 6,7 | 11,2 | 12,7 | 15,9 | 17,7 | 16,9 | 19,0 | (6,6) | 7,5 | 11,6 |
| 1994 | (2,7) | 24,4 | 12,4 | 14,0 | 3,4 | 10,1 | 7,7 | 6,8 | 0,5 | 3,0 | 9,7 |
| 1995 | 11,1 | 6,5 | 8,1 | 9,8 | 2,9 | 18,6 | 12,9 | 12,1 | 0,0 | 5,0 | 8,7 |
| 1996 | 30,2 | 15,1 | 20,5 | 20,6 | 8,0 | 3,3 | 5,1 | 5,3 | 10,4 | 4,1 | 14,6 |
| 1997 | 18,9 | 7,2 | 11,6 | 9,8 | 6,2 | 2,5 | 3,6 | 1,2 | 8,6 | 4,4 | 8,9 |
| 1998 | 45,4 | 15,4 | 27,3 | 32,4 | 10,6 | 4,3 | 7,0 | 5,4 | 18,9 | 7,0 | 20,4 |
| 1999 | 18,4 | 9,7 | 13,9 | 13,0 | 4,8 | 9,0 | 6,5 | 10,0 | 4,8 | 9,9 | 11,3 |
| 2000 | 17,5 | 39,9 | 28,5 | 21,6 | 3,1 | (5,7) | (2,5) | (0,3) | 11,7 | 3,0 | 18,0 |
| 2001 | (17,2) | (30,3) | (24,2) | (25,1) | 13,0 | (4,2) | 2,0 | (1,7) | 11,3 | 4,2 | (15,0) |
| 2002 | 2,8 | (6,1) | (1,3) | (4,2) | 4,9 | 2,1 | 3,1 | 0,5 | 8,4 | 3,5 | 0,7 |
| 2003 | (23,9) | (21,7) | (23,1) | (24,2) | 15,9 | 34,9 | 28,4 | 25,2 | 8,5 | 11,1 | -3,8 |
| 2004 | 29,3 | 56,5 | 42,5 | 43,9 | 6,8 | 19,4 | 15,7 | 13,5 | 23,9 | 8,1 | 28,7 |
| 2005 | 6,3 | 16,9 | 11,8 | 11,1 | 1,2 | 10,5 | 7,8 | 5,5 | 15,8 | 2,5 | 10,4 |
| 2006 | 13,1 | 28,8 | 21,3 | 18,6 | 2,4 | -4,4 | -2,8 | -2,0 | 30,5 | 2,9 | 13,3 |
| 2006 | | | | 20,3 ^b | | | | -2,6 ^e | | | 12,3 |
| | | | | MSCI ACWI | | | | BCGA | | | 60/31 ^f |
| 2007 | 9,4 | 20,6 | 15,7 | 16,4 | 7,1 | 9,4 | 8,4 | 8,1 | 24,0 | 5,5 | 13,4 |
| | | | | MSCI ACWI | | | | BCGA | | | 60/31 ^f |
| 2008 | -0,6 | 5,9 | 3,4 | -0,7 | 8,3 | 18,4 | 15,1 | 15,3 | 9,0 | 8,3 | 8,1 |
| | | | | MSCI ACWI | | | | BCGA | | | 60/31 ^f |
| 2009 | -34,6 | -45,1 | -41,0 | -42,7 | -1,4 | -12,6 | -8,6 | -4,9 | -22,9 | 3,9 | -28,3 |
| | | | | MSCI ACWI | | | | BCGA | | | 60/31 ^f |

| Période | Actions | | | | Obligations | | | | Ensemble des actifs | |
|---------|-------------------------------|-------|-------------------------------|-------|-------------------------------|-------|--------------------------------|----------------------|---------------------|----------------------------|
| | États-Unis | | Autres pays | | Libellées en dollars É.-U. | | Libellées en d'autres monnaies | | | |
| | MSCI World Index ^a | Total | MSCI World Index ^a | Total | MSCI World Index ^a | Total | SBCGI Bond Index ^d | Valeurs immobilières | | |
| 2010 | 42,6 | 62,2 | 56,3 | 54,1 | 5,9 | 16,7 | 10,2 | -17,4 | -2,7 | 32,2 60/31 ^f |
| | | | MSCI ACWI | | | | BCGA | | | |
| 2011 | 14,9 | 13,1 | 14,6 | 13,8 | 5,4 | 10,3 | 7,1 | 12,5 | 1,3 | 11,9 60/31 ^f |
| | | | MSCI ACWI | | | | BCGA | | | |
| 2012 | 6,7 | -7,3 | -0,2 | -1,2 | 6,9 | 3,1 | 5,3 | 10,8 | 1,2 | 0,6 60/31 ^f |
| | | | MSCI ACWI | | | | BCGA | | | |

^a Les indices MSCI couvrent les marchés actions de plus de 70 pays développés, émergents et périphériques. Ils sont constants et mis à jour selon les mêmes méthodes.

^b L'indice MSCI All Country World Index porte sur 24 pays développés et 21 pays émergents.

^c La proportion d'obligations autres que celles libellées en dollars des États-Unis était insignifiante avant 1975.

^d Le Citigroup World Government Bond Index (CWGBI) [ex-Salomon Smith Barney World Government Bond Index (SBWGI)] couvre 18 des principaux marchés obligataires.

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

^f 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
Performance annuelle des investissements de la Caisse

(En pourcentage de la valeur de réalisation, périodes arrêtées au 31 mars 2012)

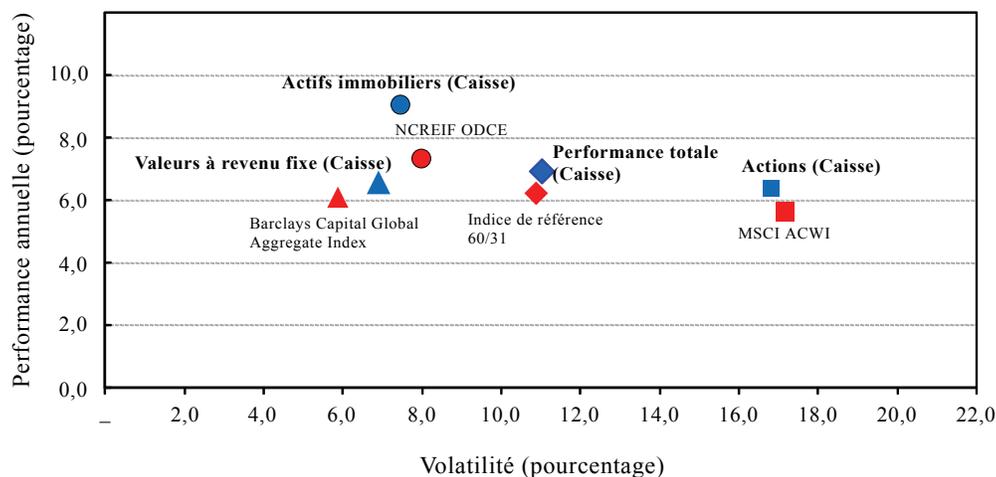
| | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 5 ans 2012 | 10 ans 2012 | 15 ans 2012 |
|--|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|---------------|----------------|----------------|
| Actions (États-Unis) | 6,7 | 14,9 | 42,6 | -34,6 | -0,6 | 4,2 | | |
| Autres actions | -7,3 | 13,1 | 62,2 | -45,1 | 3,9 | 6,7 | | |
| Total, actions | -1,2 | 13,8 | 54,1 | -41,0 | 3,4 | 4,4 | 6,1 | 7,3 |
| Obligations libellées en dollars des États-Unis | 6,9 | 5,4 | 5,9 | -1,4 | 8,3 | 5,0 | | |
| Obligations libellées en d'autres monnaies | 3,1 | 10,3 | 16,7 | -12,6 | 18,4 | 7,8 | | |
| Total, obligations | 4,6 | 8,2 | 10,8 | -8,6 | 15,1 | 6,5 | 8,2 | 6,5 |
| Immobilier | 10,8 | 12,5 | -17,4 | -22,9 | 9,0 | -0,6 | 7,9 | 8,9 |
| Placements à court terme | 1,2 | 1,3 | -2,7 | 3,9 | 8,3 | 3,2 | 4,4 | |
| Variation | 0,6 | 11,9 | 32,2 | -28,3 | 8,1 | 5,4 | 7,3 | 7,5 |
| Performance corrigée de l'inflation (sur la base de l'indice des prix à la consommation des États-Unis) | -2,1 | 9,2 | 29,2 | -28,1 | 4,0 | 0,7 | 4,8 | 4,5 |

D. Profil risque-performance

64. Sur les 15 dernières années, la performance annuelle moyenne des investissements de la Caisse (6,9 %) a été supérieure à la progression de l'indice de référence (6,2 %), avec toutefois un taux de volatilité légèrement plus élevé (11,0 % contre 10,8 %). Le résultat s'explique par un portefeuille largement diversifié, dans lequel figurent toutes les grandes classes de produits et de titres.

65. Le portefeuille actions a superformé le MSCI AC World Index (6,4 % contre 5,6 %) tout en ayant une volatilité plus faible (16,8 % contre 17,2 %). La performance du portefeuille obligataire a été supérieure à celle du Barclays Capital Global Aggregate Index (6,6 % en moyenne annuelle contre 6,1 %) mais avec toutefois une volatilité plus élevée (6,9 % contre 5,9 %).

Figure III
Profil risque-performance des investissements de la Caisse et des indices de référence sur la période de 15 ans se terminant au 31 mars 2012



VI. Investissements dans les pays en développement

66. La Caisse a poursuivi ses efforts en vue d'accroître les investissements dans les pays en développement, pour autant qu'il est possible de le faire sans compromettre les intérêts des participants et des bénéficiaires. Au 31 mars 2012, la valeur de réalisation des investissements directs et indirects dans les pays en développement se chiffrait à 5,9 milliards de dollars, contre une valeur d'achat de 4,8 milliards de dollars au 31 mars 2010, soit une progression d'environ 23 %. Cette performance s'explique par une progression de la valeur des investissements en Asie, en Afrique, en Europe et en Amérique latine.

67. 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 Asie, en Afrique, en Amérique latine et en Europe orientale au cours de la période considérée. La Caisse continue de rechercher des produits d'investissement appropriés sur ces marchés, sans déroger à ses critères et à sa stratégie de gestion.

Tableau 6

Investissements de la Caisse liés au développement : valeur comptable et valeur de réalisation au 31 mars 2010 et au 31 mars 2012

(En milliers de dollars des États-Unis)

| Région/fonds | Valeur comptable | | Valeur de réalisation | | Performance annuelle moyenne (pourcentage) |
|----------------|------------------|------------|-----------------------|------------|--|
| | Total 2010 | Total 2012 | Total 2010 | Total 2012 | |
| Afrique | | | | | |
| Afrique du Sud | 242 903 | 293 376 | 350 483 | 394 822 | n/a ^a |

| Région/fonds | Valeur comptable | | Valeur de réalisation | | Performance annuelle moyenne (pourcentage) |
|--|------------------|------------------|-----------------------|------------------|--|
| | Total 2010 | Total 2012 | Total 2010 | Total 2012 | |
| Égypte | 14 799 | 0 | 17 226 | 0 | n/a ^a |
| Fonds régionaux | 110 044 | 131 295 | 121 707 | 118 606 | (1,28) |
| Total partiel | 367 746 | 424 671 | 489 416 | 513 428 | |
| Institutions de développement | 79 203 | 79 203 | 85 912 | 91 299 | |
| Total, Afrique | 446 949 | 503 874 | 575 328 | 604 727 | |
| Asie | | | | | |
| Chine | 872 935 | 1 130 676 | 1 140 989 | 1 377 518 | n/a ^a |
| Inde | 180 663 | 287 467 | 302 472 | 335 822 | n/a ^a |
| Malaisie | 513 681 | 563 941 | 562 907 | 657 997 | n/a ^a |
| Qatar | 10 002 | 0 | 10 462 | 0 | n/a ^a |
| République de Corée | 653 007 | 685 006 | 795 906 | 917 559 | n/a ^a |
| Singapour | 180 568 | 334 497 | 253 741 | 383 485 | |
| Fonds régionaux | 261 624 | 117 263 | 216 141 | 202 198 | |
| Total partiel | 2 672 480 | 3 118 850 | 3 282 618 | 3 874 579 | |
| Institutions de développement | 55 118 | 30 173 | 58 739 | 36 775 | |
| Total, Asie | 2 727 598 | 3 149 023 | 3 341 357 | 3 911 354 | |
| Europe | | | | | |
| Chypre | 0 | 0 | 0 | 0 | n/a ^a |
| Turquie | 73 312 | 52 691 | 110 793 | 82 076 | (1,25) |
| Fonds régionaux | 0 | 0 | 0 | 0 | n/a ^a |
| Total partiel | 73 312 | 52 691 | 110 793 | 82 076 | |
| Institutions de développement | 0 | 297 804 | 0 | 331 951 | |
| Total, Europe | 73 312 | 350 495 | 110 793 | 414 027 | |
| Amérique latine | | | | | |
| Argentine | 0 | 0 | 0 | 0 | n/a ^a |
| Brésil | 276 823 | 590 677 | 571 686 | 768 176 | n/a ^a |
| Chili | 20 056 | 47 692 | 45 499 | 69 880 | n/a ^a |
| Colombie | 2 951 | 2 951 | 4 830 | 6 832 | 21,72 |
| Mexique | 444 034 | 472 501 | 593 348 | 646 448 | n/a ^a |
| Venezuela (République bolivarienne du) | 19 965 | 19 965 | 24 023 | 25 316 | n/a ^a |
| Fonds régionaux | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Total partiel | 763 829 | 1 133 786 | 1 239 386 | 1 516 652 | |
| Institutions de développement | 136 316 | 98 587 | 141 999 | 107 778 | |
| Total, Amérique latine | 900 145 | 1 232 373 | 1 381 385 | 1 624 430 | |

| Région/fonds | Valeur comptable | | Valeur de réalisation | | Performance annuelle moyenne (pourcentage) |
|--|------------------|------------------|-----------------------|------------------|--|
| | Total 2010 | Total 2012 | Total 2010 | Total 2012 | |
| Autres fonds de développement | | | | | |
| Banque internationale pour la reconstruction et le développement | 318 025 | 526 598 | 351 964 | 597 238 | n/a ^a |
| Société financière internationale | | 104 177 | | 106 761 | n/a ^a |
| International Finance Facility for immnisation | | 24 406 | | 27 120 | n/a ^a |
| Banque européenne d'investissement | 315 002 | ^b | 323 446 | ^b | |
| Fonds fiduciaire d'obligations de marchés émergents | 21 600 | 26 902 | 36 951 | 40 870 | 24,39 |
| Fonds d'investissement sur les marchés émergents du Moyen-Orient | 19 746 | 15 145 | 15 793 | 16 871 | 3,36 |
| Fonds d'investissement sur les marchés émergents | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Total, autres fonds de développement | 674 373 | 697 228 | 728 154 | 788 860 | |
| Total | 4 822 377 | 5 932 993 | 6 137 017 | 7 343 398 | |

^a 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 de la performance.

^b Les chiffres pour 2012 sont ceux de la ligne « Institutions de développement, Europe » plus haut.

VII. Conclusion

68. La Caisse, comme tous les autres gérants de fonds, a été victime des turbulences et de la volatilité sans précédent des marchés créés par la crise financière mondiale. Elle a atteint ses objectifs à long terme, aussi bien pour ce qui concerne le rendement actuariel (3,5 % en termes réels) que la performance au cours des 10 dernières années par rapport aux indices de référence. Pour accroître la performance de ses investissements et les diversifier davantage, la Division de la gestion des investissements a commencé à intervenir dans de nouveaux secteurs, en particulier dans le capital-investissement en 2010. En raison de leur potentiel de croissance plus important, elle étudie également avec soin les opportunités sur les marchés émergents et les marchés périphériques. Le recours à des fonds indiciels constitue un moyen à la fois rapide et peu coûteux de parvenir à l'allocation tactique souhaitée. La création d'une équipe chargée de l'exécution des ordres (en cours de recrutement) et les améliorations technologiques introduites contribueront à réduire au maximum les coûts d'exécution et à abaisser les coûts de transaction. L'adoption du logiciel RiskMetrics permet par ailleurs de suivre les risques de manière exhaustive et systématique. Même si au cours de la phase actuelle de la reprise économique

mondiale les marchés pourraient se montrer erratiques et sans véritable tendance, la Division des investissements devrait être en mesure, avec le nouveau personnel et les outils introduits au cours de la période biennale, de protéger les avoirs de la Caisse et de mettre en place des fondations plus solides pour les prochaines années.

69. L'Assemblée générale souhaitera peut-être prendre note du présent rapport et du rapport sur les investissements sur les marchés émergents joint en annexe.

Annexe

Marchés émergents : une vue d'ensemble de l'évolution au cours des 10 dernières années

1. Les investissements de la Caisse sur les marchés émergents ont sensiblement augmenté au cours des 10 dernières années; les avoirs sous gestion représentaient 4 150 millions de dollars en 2012, soit environ 9 % du total, contre 265 millions fin 2000.
2. Les investissements sur les marchés émergents concernent principalement des sociétés cotées (3 750 millions de dollars, soit 96,4 % du total) et sont réalisés en interne, le solde étant placé dans des fonds investis sur les marchés périphériques. La Caisse cherche également à accroître progressivement son exposition à d'autres instruments et a investi 375 millions de dollars dans le capital investissement, environ 110 millions de dollars dans l'immobilier et 71 millions de dollars dans des valeurs à revenu fixe.
3. Au cours des années, la Division de la gestion des investissements a constitué une équipe spécialisée qui a mis au point une méthode d'identification des valeurs dans lesquelles investir.
4. Les marchés émergents sont de plus en plus sophistiqués et de plus en plus profonds et deviennent une destination de choix des investisseurs institutionnels. La plupart des institutions financières y consacrent des ressources importantes, aussi bien humaines que technologiques.
5. La Division de la gestion des investissements considère qu'au cours des prochaines années, une meilleure compréhension des fondamentaux des pays, des secteurs et des entreprises des économies émergentes créera des opportunités beaucoup plus grandes de rendement.

Situation actuelle et diversification du portefeuille

6. Le portefeuille est investi directement et indirectement dans plus de 40 pays, dont 10 pays d'Afrique. D'après l'indice Morgan Stanley Capital International (MSCI), 21 pays sont définis comme étant des marchés émergents et 26 comme des marchés périphériques. Ce dernier groupe représente moins de 4 % de la capitalisation totale du marché.
7. Les marchés importants comme le Brésil, le Mexique, la Chine, l'Inde, l'Afrique du Sud et la Fédération de Russie ont offert de multiples opportunités variées d'investissement, et attirent toujours la majorité des investissements étrangers de portefeuille, mais d'autres régions du monde suscitent également de plus en plus d'intérêt du fait des possibilités de diversification qu'elles offrent.
8. Les pays émergents représentent d'importants marchés intérieurs non exploités et ont une classe moyenne en forte croissance. La demande intérieure non exploitée sera probablement le principal facteur de croissance économique à l'avenir. Face à l'accroissement démographique et à l'urbanisation de la population, les pays émergents devront absolument dépenser plus pour accroître leurs investissements dans les infrastructures.

Performance et risques

9. Investir sur les marchés émergents s'accompagne de risques importants mais également de profits potentiels élevés : au cours des 10 dernières années, ces marchés ont pour la plupart progressé plus vite que l'indice MSCI World, même en tenant compte de la correction consécutive à la crise économique mondiale.

10. Le portefeuille a été conçu en fonction de conditions économiques normales mais, au cours des cinq dernières années, le monde a connu la crise financière la plus grave depuis des décennies (voir appendice). Sur cette période, le portefeuille a progressé légèrement moins rapidement que l'indice de référence, mais ses performances sont comparables à celles d'autres fonds, avec un niveau de risque raisonnable.

11. La Caisse cherche à investir dans des sociétés solides qui offrent des perspectives de croissance durables, et conserve ses investissements longtemps avec pour conséquence une faible rotation du portefeuille. C'est souvent une bonne gestion qui permet de traverser les périodes temporaires d'instabilité géopolitique ou économique.

12. La liquidité est devenue un problème majeur pour la Caisse. Compte tenu de l'accroissement rapide de ses activités, il est de plus en plus difficile d'investir dans certaines sociétés prises en compte par les indices. Par ailleurs, certaines des contraintes imposées par les directives concernant la gestion de la Caisse, telles que l'interdiction d'investir dans des entreprises du secteur du tabac, ainsi que les problèmes de fiscalité (liés au non-respect de la Convention sur les privilèges et immunités de l'Organisation des Nations Unies) et les problèmes liés aux dépositaires régionaux, ont pénalisé la performance générale du portefeuille de la Caisse.

Stratégie

13. Les pays émergents ont été à la fois les principaux moteurs et les principaux bénéficiaires de la prospérité des 10 dernières années. Ils devraient conserver au cours des prochaines années un taux de croissance supérieur au reste du monde. D'une manière générale, la plupart des régions ont bénéficié de la stabilité politique, des réformes institutionnelles introduites et de l'amélioration de la gouvernance.

14. Avec le temps, les perturbations qui persistent sur les marchés des pays développés ont fini par se répercuter sur les moteurs de la croissance des pays en développement, à savoir le commerce mondial, les investissements directs étrangers et les prix des matières premières et de l'énergie, avec pour conséquence une correction des marchés, qui s'explique également par une révision à la baisse des profits des entreprises pour 2012.

15. Toutefois, les organes directeurs des marchés émergents sont clairement en mesure d'introduire des mesures d'incitation budgétaire et monétaire pour soutenir la croissance en attendant qu'en 2013 les moteurs traditionnels, tels que l'augmentation du pouvoir d'achat des consommateurs, jouent à nouveau leur rôle. Les pays émergents ont de faibles déficits budgétaires, des balances courantes en excédent, d'importantes réserves de change et profitent en outre d'une évolution démographique favorable.

16. En termes de valorisation, les coefficients de capitalisation des résultats affichent aujourd'hui une décote de 25 % par rapport à leur moyenne à long terme,

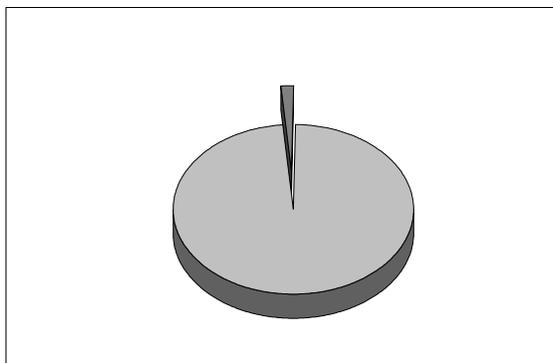
et une décote sensible par rapport aux marchés des pays développés. La rentabilité des entreprises et les rendements sont proches de leurs plus hauts historiques.

17. Au cours des 10 prochaines années, les pays émergents devraient représenter près de 50 % du produit intérieur brut mondial, mais l'indice MSCI Emerging Markets, qui ne porte que sur la partie des marchés susceptibles de faire l'objet d'investissement, ne représente que 13,5 % de l'indice MSCI World. D'ici à 2030, la capitalisation boursière de ces marchés devrait représenter de 40 % à 45 % de la capitalisation boursière mondiale.

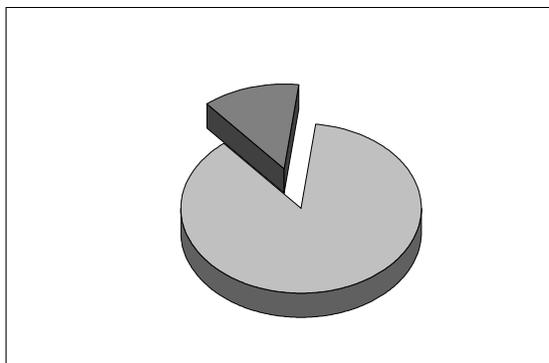
18. La Caisse devrait accroître avec prudence son exposition aux marchés émergents afin d'accroître la performance de ses investissements, tout en évitant de prendre des risques excessifs. L'objectif devrait être de porter au cours des cinq prochaines années la part des investissements dans les sociétés de pays émergents à 20 % du portefeuille actions de la Caisse.

Appendice

2000 : 1,1 % de la Caisse



2012 : 9,1 % de la Caisse



| | <i>Actifs sous gestion (milliards de dollars)</i> | <i>Effectif de l'équipe</i> | <i>Performance sur 5 ans</i> | <i>Dérive</i> | <i>Nombre de valeurs</i> |
|--|---|---------------------------------|----------------------------------|---------------|------------------------------|
| Caisse commune des pensions – marchés émergents | 3,8 | 5 | -0,3 | 2,5 | 144 |
| Lazard EM Fund | 15,2 | 58 | 2,1 | 10,0 | 87 |
| Aberdeen Global EM Fund | 13,0 | 33 | 2,3 | 9,1 | 71 |
| Ashmore EMM BGA FUND | 4,3 | 33 | -2,1 | 3,6 | 108 |
| JP Morgan EM – Institutional | 2,3 | 30 | 1,5 | 8,7 | 65 |
| Franklin Templeton EM Institutional | 1,1 | 50 | -1,1 | 8,3 | 65 |

Source : Bloomberg PORT, Caisse commune des pensions, Ashmore.

| <i>Risque/performance sur la période de cinq ans se terminant au 30 juin 2012</i> | | | | | |
|---|---------------------|---------------|--------------------------------|---------------------|---------------|
| | <i>Portefeuille</i> | <i>Indice</i> | | <i>Portefeuille</i> | <i>Indice</i> |
| Performance | -0,3 | 0,21 | Coefficient de capitalisation | 11,8 | 11,3 |
| Écart de performance | -0,51 | | Ratio cours/flux de trésorerie | 6,5 | 7,3 |
| Dérive | 2,52 | | Revenu par action sur 5 ans | 16,5 | 14,0 |
| Ratio d'information | -0,2 | | Rendement des capitaux | 21,2 | 23,7 |