



Assemblée générale

Distr. générale
28 août 2014
Français
Original : anglais

Soixante-neuvième session

Cinquième Commission

Point 139 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 Secrétaire général adjoint à la gestion est depuis le 1^{er} juin 2014 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 2012 au 31 mars 2014; 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.

* A/69/150.



II. Changements intervenus pendant l'exercice biennal

3. Durant l'exercice biennal clos le 31 mars 2014, la valeur de réalisation des actifs de la Caisse est passée de 43 091 millions de dollars au 31 mars 2012 à 51 837 millions de dollars au 31 mars 2014, soit une augmentation de 8 746 millions (20,3 % environ). Le taux de rendement annualisé des investissements de la Caisse s'établit à 10,1 %, soit 46 points de base au-dessus de l'évolution de 9,6 % de l'indice de référence. Le taux global de rendement était de 8,1 % pour l'année s'achevant le 31 mars 2013 et 12,1 % pour celle s'achevant le 31 mars 2014. Les marchés des actions, entraînés par l'Europe et les États-Unis d'Amérique, ont été les principaux déterminants de cette forte performance, avec un taux de rendement annualisé de 14,1 %. Une fois ajustés de l'évolution de l'indice des prix à la consommation des États-Unis, les taux de rendement réels s'établissent à 6,6 % et 10,6 %, respectivement. La Caisse a donc atteint le taux cible de 3,5 % pour le rendement réel de ses investissements au cours des 10, 15, 20, 25 et 50 dernières années.

4. La Caisse a continué de faire preuve d'un optimisme prudent à l'égard des marchés des actions à l'échelle mondiale alors que sur le plan macroéconomique la reprise se poursuivait régulièrement et les valorisations demeuraient avantageuses. La surpondération des actions, dont le poids dans le portefeuille total est passé de 60,6 % au 31 mars 2012 à 64,9 % au 31 mars 2014, sachant que la part des actifs stratégiques est de 60 %. La Division de la gestion des investissements a fait montre de prudence à l'égard des titres à revenu fixe dans un contexte de rendements historiquement bas et de reprise de l'économie. La Caisse a maintenu durant l'exercice biennal la sous-pondération de sa position obligataire, dont la part a même diminué. Au 31 mars 2014, la part des obligations était de 24,2 %, soit pratiquement à la limite inférieure de la répartition tactique, contre 28,8 % au 31 mars 2012. La Caisse a bénéficié de la répartition tactique de ses actifs au cours de l'exercice biennal. Sur le long terme, grâce à une gestion active, la Caisse s'efforcera de maintenir le taux de rendement au-dessus de l'indice de référence par une bonne sélection des titres et un rééquilibrage périodique des actifs, le but étant de maintenir les objectifs à long terme de ses investissements. La Division de la gestion des investissements demeure concentrée sur la recherche du bon équilibre entre les perspectives de risque et de gain en ventilant les actifs en fonction d'objectifs qui cadrent avec une perspective d'investissement à long terme.

5. Pour l'exercice biennal clos le 31 mars 2014, le rendement du portefeuille obligataire de la Caisse a été de 2,11 %, performance supérieure de 55 points de base à celle de l'indice Barclays Global Aggregate Bond (1,56 %). Pendant cette période, la surpondération des obligations émises en dehors des marchés principaux, notamment des obligations mexicaines, norvégiennes, polonaises et suédoises, a eu une incidence positive sur le rendement du portefeuille. La Caisse a sous-pondéré ses positions obligataires libellées en livres sterling, en euros et en yens. La sous-pondération des positions en livres sterling et en euros n'a pas contribué au dépassement de l'indice de référence, pour des raisons de positionnement chronologique et de forte appréciation de ces monnaies par rapport au dollar des États-Unis. La sous-pondération des positions en yens a eu l'effet contraire du fait de la dépréciation de cette monnaie par rapport au dollar.

6. La Division de la gestion des investissements a étudié les possibilités d'investissement dans un large éventail de zones géographiques, y compris les

marchés mondiaux émergents et périphériques et pour diverses classes d'actifs : actions cotées ou non cotées en bourse, obligations, immobilier, équipements et forêts de rapport. Faite avec méthode et prudence, la constitution d'un portefeuille prend du temps, en raison du long processus inhérent au devoir de diligence (stade auquel de nombreuses propositions d'investissement ont été rejetées) et à la négociation des contrats. Au 31 mars 2014, la Caisse détenait des titres d'investissement direct dans 39 pays et en 23 monnaies, aux côtés d'investissements indirects dans les pays par l'intermédiaire d'institutions internationales et de fonds gérés en externe.

7. La Division a adopté au cours de l'exercice biennal considéré une attitude relativement prudente à l'égard des marchés mondiaux émergents et périphériques, en raison de l'inquiétude suscitée, d'un point de vue tactique, par le ralentissement de la croissance économique. Elle a néanmoins continué de rechercher de nouvelles possibilités de diversification par le biais du portefeuille géré en interne, parallèlement aux fonds gérés en externe et aux fonds indiciels cotés, vu le caractère limité des ressources. Alors que les fonds gérés en externe emploient des stratégies de gestion active incluant la sélection des actions et la répartition par pays pour dépasser l'indice de référence, les fonds indiciels cotés recourent à des stratégies de gestion passive permettant d'accéder rapidement à un vaste univers d'investissement. Ces stratégies se complètent mutuellement en ce qui concerne les critères de liquidité, l'accès aux marchés et la capacité de gestion. Tous les investissements étaient conformes aux critères de placements de la Division. S'agissant plus précisément des investissements effectués en Afrique, étant donné le nombre limité de fonds gérés en externe dotés du bilan, de la taille et des compétences de gestion suffisants, la Division, dans le cadre des efforts qu'elle déploie constamment pour identifier les fonds qui répondent à ces critères, est parvenue au cours de l'exercice biennal à ajouter à son portefeuille le Duet Africa Opportunity Fund, qui vient ainsi s'ajouter à l'Ashmore Africa Fund. Elle a également ajouté des investissements dans des fonds indiciels cotés sur les marchés mondiaux périphériques. La Caisse intervient également sur les marchés émergents par le biais de quatre nouveaux fonds mondiaux de capital-investissement. Ces placements constituent une part de plus en plus cruciale du portefeuille de capital-investissement de la Caisse. Au 31 mars 2014, la Caisse avait déjà engagé 600 millions de dollars dans huit fonds de capital-investissement axés sur les marchés émergents d'Asie, d'Afrique, d'Amérique latine et d'Europe orientale.

8. Durant l'exercice biennal clos le 31 mars 2014, les marchés de l'immobilier non résidentiel ont connu une accélération de l'activité d'investissement. L'investissement s'est poursuivi, quoique lentement, aux États-Unis mais a connu une forte accélération en Europe. L'activité a été plus faible en Asie et inexistante sur la plupart des marchés émergents. Au cours de l'exercice biennal clos le 31 mars 2014, la Division de la gestion des investissements a contracté neuf engagements immobiliers totalisant 575 millions de dollars, dont un engagement de 50 millions d'euros et deux engagements au titre du Fonds pour les équipements totalisant 125 millions de dollars. Le premier fonds pour les forêts de rapport a été ajouté au portefeuille, pour un engagement de 75 millions de dollars. Les investissements immobiliers se montaient au total à 1,98 milliard de dollars au 31 mars 2012, ce qui représentait 4,5 % des actifs de la Caisse. Ce total était de 2,58 milliards de dollars, soit 4,9 % des actifs de la Caisse au 31 mars 2014. À la même date, le portefeuille d'actifs de cette classe, à savoir les investissements dans l'immobilier, les

équipements et les forêts de rapport, s'établissait à 2,66 milliards de dollars ou 5,1 % du total des actifs de la Caisse.

9. Au cours de l'exercice biennal clos le 31 mars 2014, la Caisse a contracté pour près de 900 millions de dollars d'engagements auprès de 10 fonds de capital-investissement. Depuis sa création, en juin 2010, le programme de capital-investissement de la Caisse a contracté 24 engagements auprès de fonds de capital-investissement mondialement diversifiés, pour un montant total de 2 milliards de dollars au 31 mars 2014. Sur ce total, environ 627 millions de dollars ont été investis et la juste valeur de réalisation totale du portefeuille de capital-investissement de la Caisse au 31 mars 2014 s'établissait à 703 millions de dollars. Le solde de 1,5 milliard de dollars environ représente des engagements non encore financés dont l'exécution est prévue pour les quatre à cinq années à venir. La part du capital-investissement, à sa valeur de réalisation, s'établissait à 1,2 % du total des actifs de la Caisse au 31 mars 2014. À cette même date, le taux de rendement interne du portefeuille de capital-investissement de la Caisse dépassait de 720 points de base l'évolution de l'indice de référence et s'établissait à 10,6 %, contre 3,4 % pour le taux de rendement interne médian de Thomson. La Division de la gestion des investissements étudie actuellement un certain nombre de partenariats de capital-investissement et prévoit de contracter annuellement des engagements de ce type pour un total de 800 millions de dollars, à 200 millions près.

10. La Caisse a établi à 2,35 % la part du portefeuille de contrôle des risques au 31 mars 2014. Il s'agit en l'occurrence d'un portefeuille stratégique constitué d'éléments qui se répartissent sur de multiples catégories d'actifs classiques. À l'heure actuelle, il se compose de fonds indiciels à volatilité minimale et du All Weather Fund. Les fonds à volatilité minimale sont classés parmi les investissements en actions pour ce qui est des classes d'actifs, alors que le All Weather Fund est classé parmi les investissements alternatifs. L'investissement dans des fonds indiciels à volatilité minimale a été examiné avec le Comité des placements en novembre 2011 et février 2012, dans le cadre de la stratégie de la Division de la gestion des investissements consistant à investir en actions une partie de ses liquidités, dont le montant est resté élevé, et a pour but d'améliorer le potentiel de rendement 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. Le All Weather Fund, administré par Bridgewater Associates, a une stratégie d'équilibre des risques dans la composition du portefeuille. L'axe central de la version beta de sa stratégie consiste à tirer parti de la prime de risque incorporée à toutes les classes d'actifs tout en réduisant autant que faire se peut le risque découlant des évolutions de l'environnement économique. Le All Weather Fund se diversifie au-delà des simples actions et obligations, en investissant aussi dans les produits de base, la dette mondiale, les monnaies et les produits dérivés. Au 31 mars 2014, les fonds indiciels à volatilité minimale et le All Weather Fund étaient valorisés à 718,2 millions et 500,7 millions de dollars respectivement. En novembre 2010, la Division de la gestion des investissements a commencé à investir dans des produits de base en tant qu'élément des stratégies d'optimisation des rendements réels. Pour l'exercice biennal clos le 31 mars 2014, la Caisse a obtenu un rendement de 4,7 % sur les 200 millions de dollars investis

dans les produits de base, contre un rendement de 2,6 % pour le Dow Jones-UBS Commodity Index, indice de référence, l'investissement total de la Caisse dans des produits de base étant de 186 millions de dollars au 31 mars 2014.

11. Depuis la création en 1983 du Service de la gestion des placements, devenu par la suite la Division de la gestion des investissements, la Caisse s'en est, dans une large mesure, remise à des conseillers externes pour la gestion de son portefeuille. 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. En consultation avec le Comité des placements et sur la recommandation de l'Assemblée générale, la Division a commencé à réduire le nombre des conseillers externes, dans un souci de réduction des coûts de fonctionnement de la Caisse. Le nombre des spécialistes des investissements a augmenté ces dernières années et il continuera de le faire pendant l'exercice biennal en cours. Des outils d'analyse des valeurs ont été mis en place en janvier 2014 pour permettre une analyse complète et approfondie de la valorisation des titres à des fins de valorisation et de tri du portefeuille actions. Moyennant le renforcement de ses ressources internes, la Division sera en mesure de réduire la dépendance à l'égard des conseillers externes.

12. Le poste de spécialiste de l'exécution des ordres à la Division de la gestion des investissements a été pourvu en mars 2013. Son titulaire aide la Division à parvenir à la meilleure exécution possible des ordres et à réduire les coûts de transaction. À l'heure actuelle, il effectue des recherches, formule des recommandations et aide la Caisse à se doter des meilleures pratiques en matière d'exécution des ordres. Ses fonctions impliquent non seulement le suivi des coûts des transactions et de la qualité de l'exécution mais aussi la conception de l'infrastructure de transaction la plus appropriée. En 2013, le spécialiste de l'exécution des ordres a introduit dans la Division l'utilisation d'algorithmes boursiers comportant diverses stratégies d'économies sur les coûts de transaction. Les coûts explicites pour la Caisse, une fois ce type d'activité boursière mis en place, s'établit pour la période allant de juin à décembre 2013 à 50 000 dollars. Sans algorithmes ni programmes de transaction, ce coût aurait été de 250 000 dollars, soit pour la Caisse une économie de 200 000 dollars, pour les seuls coûts explicites, les coûts implicites étant de leur côté réduits par l'accès à une réserve plus vaste des liquidités. La Division étudiera les possibilités d'application de ces stratégies à des volumes plus importants d'opérations sur panier d'actions.

13. Pour l'exercice biennal allant du 1^{er} avril 2012 au 30 mars 2014, la Division a pourvu 12 postes, soit 3 postes en 2012, 5 en 2013 et 4 en 2014. Le précédent représentant du Secrétaire général, Warren Sach, ayant pris sa retraite, Maria Eugenia Casar a fait office de représentante du Secrétaire général de février 2013 à mai 2014. En juin 2014, le Secrétaire général adjoint à la gestion, Yukio Takasu, a été désigné représentant du Secrétaire général. Au cours de la soixante-huitième session de l'Assemblée générale, un débat s'est engagé sur la question de savoir s'il fallait créer un poste à temps plein de représentant du Secrétaire général pour les investissements de la Caisse. Ce poste a été approuvé en avril 2014 et le recrutement de son prochain titulaire est en cours.

14. Pour l'exercice annuel clos en mars 2014, le volume des transactions s'établissait au total à 17 milliards de dollars pour 2 811 transactions sur actions (soit une augmentation de 37 % par rapport à l'année précédente); 4,8 milliards de

dollars en transactions sur devises (soit une augmentation de 41 % par rapport à l'année précédente); et 2,7 milliards de dollars pour les actifs à revenu fixe. Le taux de transaction aboutissant directement, au moyen des systèmes électroniques mais de bout en bout sans aucune autre sorte d'intervention, pour 3 180 transactions, s'établissait à 68 % (soit une augmentation de 23 % par rapport à l'année précédente).

15. Au cours de l'exercice biennal 2012-2014, la Division de la gestion des investissements a mis en place le système Omgeo de confirmation et de vérification des ordres portant sur des actions mondiales et nationales et la phase 1 du système Murex de règlement des transactions. La mise en place de ces systèmes avait pour objet de permettre à la Division d'utiliser les techniques de transaction programmées/dématérialisées pour rééquilibrer les portefeuilles d'investissement en temps voulu. S'agissant de l'infrastructure informatique, la Division a remis à niveau les systèmes de courrier électronique, de bureaux mobiles et de dispositifs mobiles.

16. Pour administrer les politiques et procédures de la Caisse, la Section de la gestion des risques et de la conformité a aidé à mettre à jour la politique d'investissement de la Caisse et les manuels relatifs aux procédures d'investissement et à la gestion des risques (officiellement approuvés par la représentante du Secrétaire général le 2 avril 2014). Ces mises à jour ont introduit plusieurs changements importants qui, entre autres, portent sur la délégation de pouvoir en matière de plafonds d'investissement; de limites des agences de notation des valeurs à revenu fixe et de définition des valeurs à faible capitalisation.

17. Les droits de vote font partie des actifs précieux de la Caisse. Ayant des responsabilités fiduciaires, la Division a l'obligation de veiller à ce que les titres détenus par la Caisse fassent l'objet d'un vote favorable aux intérêts des participants sur le long terme.

18. La Division a également mis en place un système automatisé de vote par procuration fondée sur sa politique en la matière, se dotant ainsi d'un système plus solide et vérifiable propre à renforcer l'intégrité des procédures de vote. Ce système présente notamment les avantages suivants : a) les spécialistes des investissements n'accomplissent que les quelques votes par procuration qui ne relèvent pas du vote par procuration automatisé, conformément à la politique de la Division en la matière, ce qui permet à ces spécialistes d'utiliser leur temps à meilleur escient; b) gestion, suivi, rapprochement et publication des résultats du vote par procuration via un système intégré de rapports et de tenue des comptes; et c) le vote par procuration est effectué bien avant la date limite.

19. Le personnel de la Section des opérations de la Division de la gestion des investissements a mené avec succès quatre projets en 2012-2013 : a) application des Normes comptables internationales pour le secteur public (IPSAS) aux investissements de la Caisse; b) transition du comptable-centralisateur; c) transition du dépositaire mondial pour les marchés mondiaux émergents; et d) phase 1 du système d'appui administratif Murex. Le personnel de la Section des opérations a aidé à mener à bien l'établissement d'états financiers de la Caisse conformes aux normes IPSAS pour 2012 et 2013 dès le milieu de 2013 et de 2014, respectivement, et les enseignements tirés de cette opération pour 2012 ont été appliqués pour assurer une transition en douceur aux états financiers de 2013. En 2013, des procédures de rapprochement et de comptabilisation conformes aux normes IPSAS

sont entrées en vigueur et ont permis à la Division d'éviter les doubles emplois en ce qui concerne les fonctions de comptable-centralisateur et au personnel de la Section des opérations de tenir une comptabilité exacte.

20. Le cabinet d'audit et de conseil fiscal KPMG LLP a été engagé le 7 janvier 2013 comme conseiller fiscal mondial de la Caisse, afin d'aider celle-ci dans ses tentatives de recouvrement de prélèvements fiscaux. Au 1^{er} août 2014, la Caisse avait reçu des pays suivants des décisions des autorités fiscales confirmant son statut défiscalisé : Allemagne, Australie, Autriche, Chine, Espagne, Fédération de Russie, Kenya, Pays-Bas, Philippines, République de Corée, République tchèque, Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord et Suisse. Ces efforts ont permis à la Caisse de se voir accorder une exonération à la source dans la majorité de ces pays, conformément à la Convention sur les privilèges et immunités de l'Organisation des Nations Unies. La Caisse continuera d'affirmer ses droits en vertu de la Convention tant que les questions fiscales n'auront pas été réglées. L'exonération à la source est la meilleure solution parce qu'elle élimine le risque de préjudice imputable aux fluctuations monétaires ou de perte de revenus lorsque des retenues en espèces sont effectuées. Elle allège aussi la charge administrative représentée par la nécessité de demander le remboursement des prélèvements fiscaux opérés.

III. Tour d'horizon économique

21. Au cours de l'exercice biennal clos le 31 mars 2014, les États-Unis d'Amérique ont déployé des efforts considérables pour imprimer une croissance réelle durable à leur économie. En rythme annualisé, la valeur réelle du produit intérieur brut (PIB) – c'est-à-dire corrigée de l'inflation – a progressé de 2,2 % en 2013, contre 2,3 % en 2012 et 1,6 % en 2011. Ce niveau était inférieur au taux de croissance tendanciel de l'économie américaine entre 1985 et 2007, proche de 3,0 % (avant la « grande récession » de 2008-2009). Le PIB nominal a augmenté de 3,0 % en moyenne au cours de la période qui a fait suite à la récession, restant donc bien au-dessous du taux tendanciel à long terme, qui frisait 6 %. L'incertitude relative qui avait pesé sur les premiers mois de redressement, imputable à l'atmosphère de crise financière qui régnait encore, a cédé la place à une amélioration progressive de la confiance des entreprises et des consommateurs, à une moindre volatilité des tendances et à des conditions plus conformes à la situation normale s'agissant de la prise de risques et de l'investissement au cours de l'exercice budgétaire 2013-2014. Le recours à des politiques monétaires non traditionnelles (comme l'assouplissement quantitatif) par la United States Federal Reserve (Réserve fédérale des États-Unis) a fortement stimulé la liquidité du marché au cours de cette période de transition vers le relèvement, d'où les niveaux modestes des taux d'intérêt directeurs et de ceux du marché pendant une période prolongée. Le taux de chômage s'est amélioré régulièrement depuis le pic atteint à la fin de 2009 en dépit de turbulences structurelles persistantes. Le marché du logement a rebondi, lui qui avait atteint son point le plus bas en termes de demande et de prix, même s'il demeure bien en deçà des sommets atteints au cours du cycle précédent. La production et les ventes d'automobiles atteignent des niveaux record ou peu s'en faut. Les indices permettant de mesurer la confiance des consommateurs (données de la University of Michigan et du Conference Board) n'ont que tout récemment retrouvé leurs niveaux moyens historiques à long terme. Les tendances de l'inflation

de base, mesurées à l'aune des indices des prix à la consommation et à la production, sont demeurées très pondérées et sous contrôle tout au long de la période considérée. Pour sa part, le Canada a bénéficié d'une période de sobre croissance similaire à celle qu'ont connue les États-Unis (principaux partenaires commerciaux du pays), à ceci près qu'elle a été plus fortement tributaire des exportations, lesquelles représentent près du tiers de son économie totale. La croissance économique réelle a progressé de 2,3 % en 2013, soit davantage qu'en 2012 mais toujours moins qu'en 2011.

22. Dans ce contexte marqué par une amélioration progressive, le marché des valeurs à revenu variable des États-Unis (mesuré par l'indice S&P 500, sur la base du rendement global) est parvenu à progresser de 39 % pendant l'exercice biennal considéré et de 208 % par rapport au creux de mars 2009. Les bénéfices, les situations de trésorerie et les bilans continuent d'afficher une relative solidité, et il est probable que les taux d'amélioration seront à l'avenir plus modestes, le cycle du marché parvenant à maturité. Les résultats des entreprises (dans les limites de leur univers d'investissement) sont demeurés supérieurs à ceux de l'économie réelle, leurs dirigeants ayant optimisé la profitabilité dans un environnement difficile. La valeur des actions (calculée selon la méthode du coefficient de capitalisation des résultats) s'est ajustée au cours de la période pour se rapprocher des niveaux enregistrés à long terme, s'appréciant jusqu'à atteindre environ 16 fois le montant des bénéfices estimatifs anticipés, contre 13,5 fois deux ans plus tôt. Compte tenu des gains record enregistrés tout au long du cycle et du potentiel de valorisation, on estime que le rendement nominal des actions américaines devrait demeurer attrayant pour la Caisse, aussi loin qu'on puisse prévoir.

23. Bien que les conditions économiques soient demeurées précaires en Europe durant l'exercice budgétaire, des signes de stabilisation et d'amélioration graduelle sont devenus apparents. La Banque centrale européenne (BCE) a contribué à apaiser la crainte des marchés de voir la zone euro imploser au milieu et à la fin de 2012 grâce à l'annonce de son programme baptisé Outright Monetary Transactions (Transactions monétaires au comptant). La promesse faite par la Banque d'envisager des achats illimités de dette souveraine à court terme a marqué un tournant dans la crise financière que connaissait la région. En dépit d'embûches intermittentes, par exemple la nécessité d'adopter un ensemble de mesures d'aide au profit de Chypre et de la Grèce, et de l'incertitude politique qui a régné à l'approche des élections en Allemagne et en Italie, le risque de défaillance d'un emprunteur souverain a décliné de façon spectaculaire après cette annonce de la BCE. Les marchés d'actions ont réagi favorablement à la réduction des risques macroéconomiques et à la politique monétaire protectrice de la Banque, et ils ont également été dynamisés par l'amélioration modeste des données économiques enregistrées dans la région. La zone euro est sortie de la récession au cours du deuxième trimestre de l'année civile 2013, les marchés des actions reprenant alors des couleurs tout au long de l'année pour terminer l'exercice biennal à des niveaux quasiment jamais atteints depuis cinq ans. Bien que la persistance de taux de chômage élevés, une inflation très basse et des problèmes politiques qui restent à régler suscitent encore des préoccupations, les prévisions font espérer une croissance positive du PIB dans la zone euro et au Royaume-Uni dans les années à venir.

24. Au cours de la première partie de la période considérée, le pays se relevait tout juste du séisme qui l'avait frappé, aussi l'économie du Japon a-t-elle été caractérisée par la stagnation, en particulier pendant la première moitié de l'exercice budgétaire

clos le 31 mars 2013. Le yen est resté fort, continuant à s'échanger à un taux inférieur à 80 yen pour 1 dollar des États-Unis. Vers la fin de l'année civile 2012, toutefois, cette tendance s'est renversée avec la victoire écrasante du Parti démocratique libéral lors de l'élection surprise à la Chambre basse, avec l'entrée en scène d'un nouveau Premier Ministre, Shinzo Abe. Depuis la mi-novembre 2012 jusqu'à la fin de décembre 2013, le yen s'est déprécié de 30 % par rapport au dollar des États-Unis, de 40 % par rapport à l'euro et de 34 % par rapport au won coréen. Au cours de cette même période, la bourse s'est nettement redressée, gagnant 74 % (mesuré en dollars). L'anticipation d'autres mesures volontaristes que prendrait la Banque du Japon pour mettre fin à la déflation, ainsi que des mesures de relance combattives et une stratégie de croissance efficace – marque de fabrique de la politique du nouveau gouvernement Abe (dite « Abenomique ») – ont eu pour effet de soutenir le marché des devises comme celui des actions. Un yen plus faible, un regain de confiance des consommateurs et des entreprises, ou encore un levier d'exploitation élevé après des années de réduction des coûts, ont abouti à une augmentation substantielle des bénéfices des sociétés – de 65 % pour l'exercice budgétaire clos en mars 2014. En mars 2013, le nouveau gouverneur de la Banque du Japon a pris acte de l'engagement du Premier Ministre de mettre fin à la déflation en fixant pour objectif une augmentation de 2 % de l'indice des prix à la consommation dans un délai de deux ans. Cet indice qui, depuis le début de 2009, n'avait jamais dépassé zéro, est devenu positif en mai 2013 et son relèvement s'est accéléré – en glissement annuel – puisqu'il a atteint 1,3 % en mars 2014.

25. Entraînée par le bond en avant de la demande de produits de base sur les marchés émergents, en particulier de Chine, l'« économie à deux vitesses » a persisté en Australie pendant toute la durée ou presque de l'exercice budgétaire clos le 31 mars 2013 : cependant que l'économie nationale demeurerait atone, le secteur des ressources a continué d'être dynamisé par la croissance des volumes. Les investissements dans les industries extractives ont crû de 50 % en glissement annuel au cours de l'exercice budgétaire clos le 31 mars 2013, 65 % de la croissance du PIB pour l'année leur étant imputable. La tendance s'est infléchie pendant l'exercice budgétaire clos le 31 mars 2014, car la plupart des entreprises d'exploitation des ressources naturelles ont commencé à réduire leurs dépenses d'investissement pour se concentrer davantage sur leurs bilans, leur trésorerie et les dividendes versés à leurs actionnaires; on a ainsi enregistré une chute de 15 % des investissements miniers au titre de l'exercice considéré. Toutefois, l'économie australienne a résisté aux vents contraires au cours de l'exercice budgétaire clos le 31 mars 2014, et les secteurs autres que celui des ressources se sont relevés, ce qui a conduit la Reserve Bank of Australia à abaisser nettement son taux de base, qu'elle a ramené à 2,5 %. Le marché de l'immobilier résidentiel a connu un essor subit, les prix des logements augmentant de 10,9 % – en glissement annuel – de janvier à mars 2014, et la croissance des ventes de détail s'est accélérée, puisque d'un taux moyen d'augmentation de 3,1 % enregistré en 2012, on est passé à 5,6 % – toujours en glissement annuel – au cours de la même période. Un dollar australien plus faible a de son côté soutenu le secteur manufacturier et l'industrie des services. Hong Kong (Chine) et Singapour ont tous deux pâti d'une décélération notable de la croissance économique au cours de la période considérée.

26. Pendant l'exercice biennal, les marchés émergents ont dû faire face à des conditions économiques très difficiles, les investisseurs étant pour leur part aux prises avec l'importante volatilité des marchés boursiers. Au début de la période

considérée, l'activité économique et les marchés d'actions mondiaux étaient atones en raison d'un ralentissement de la croissance en Chine et dans les pays développés, de la crise de la dette dans la zone euro et de l'incertitude suscitée par la bataille budgétaire aux États-Unis. Les principales banques centrales ont répondu par des mesures sans précédent en matière de politique monétaire, privilégiant l'assouplissement quantitatif pour stimuler la croissance économique. Les décisions concernant les investissements ont également été influencées par la géopolitique : des élections étaient organisées au Brésil, en Inde et en Indonésie, cependant que la situation en Fédération de Russie et en Ukraine contribuait à entretenir les incertitudes au plan mondial.

27. En 2012 et en 2013, avec une inflation modeste, puisque l'indice des prix à la consommation n'a augmenté (respectivement) que de 2,7 % et de 2,6 %, le PIB de la Chine a affiché une croissance annuelle de 7,7 %. Au début de la période considérée, la People Bank of China a réduit ses taux d'intérêt de référence et les exigences en matière de réserves obligatoires ont été assouplies en réponse au marasme économique. Par la suite, elle a pris une série de « mini »-mesures de relance afin d'accélérer la réalisation de projets d'infrastructure, et les restrictions imposées au secteur du logement ont été tempérées. À la fin de 2012, le Parti communiste chinois a tenu son Congrès national et présenté la prochaine génération de dirigeants du Parti, sous l'autorité du Président Xi Jinping, qui a engagé des réformes ambitieuses pour transformer la Chine et faire de son économie manufacturière et axée sur les exportations une économie plus centrée sur la consommation. À l'image d'une conjoncture économique morose, la croissance du PIB de l'Inde a ralenti, passant de 7,7 % en 2011 à 4,7 % en 2013. L'indice des prix à la consommation est néanmoins demeuré élevé, avec un taux de croissance de 10,1 % en 2013. Au premier trimestre de l'année civile 2014, pour lutter contre les pressions inflationnistes, la Reserve Bank of India a relevé ses taux d'intérêt de référence de 25 points de base à 8 %. En dépit de cette augmentation des taux, le marché boursier indien a connu une vigoureuse reprise, car il était anticipé que Narendra Modi gagnerait les élections nationales au début d'avril 2014, deviendrait Premier Ministre, et que le parti Bharatiya Janata, favorable aux entreprises, obtiendrait une majorité au Parlement. Cette victoire électorale a rendu possible une accélération de la mise en œuvre de réformes économiques plus que nécessaires et a mis un frein aux projets infrastructurels. La République de Corée, dépendante de ses exportations, a également souffert de la mauvaise conjoncture économique mondiale puisque son PIB n'a augmenté que de 2,3 % en 2012 et de 3,0 % en 2013. Outre la faiblesse de la demande mondiale, un won coréen fort et un yen japonais faible au cours de la période considérée n'ont fait que ralentir encore le rythme des exportations. La Bank of Korea a répondu en révisant son taux de prise en pension à sept jours d'un total de 75 points de base, pour le ramener à 2,5 %.

28. En Amérique latine, la croissance économique du Brésil a ralenti, cependant que l'inflation augmentait; en 2012, la croissance du PIB a chuté à 1,03 % et, même si un modeste regain de croissance (2,49 %) a été observé en 2013, la production industrielle s'est encore contractée et les exportations ont décliné. L'intervention du Gouvernement, associée à la baisse des prix de certains produits de base, a eu un impact sur la confiance des investisseurs. Le Comité de la politique monétaire a abaissé le taux de référence Selic de 375 points de base en 2012, le ramenant à 7,25 %, avant de le relever à 10 % au premier trimestre de 2014 en raison d'une recrudescence de l'inflation. Après une période (2010 et 2011) durant laquelle la

croissance de l'économie mexicaine a connu un regain de vigueur, elle a affiché un taux de croissance de 4,0 % en 2012, avant de fléchir pour s'établir à 1,1 % en 2013. Le pays a bénéficié des prémices de la reprise aux États-Unis, aussi les salaires y redeviennent-ils compétitifs en comparaison de ceux qui sont proposés en Chine. Le Gouvernement plaide pour des changements afin de doper la croissance économique, notamment l'ouverture à des investissements privés de l'industrie énergétique, contrôlée par l'État. L'économie mexicaine semble relativement forte en comparaison de la situation observée chez ses voisins. Banco de Mexico a maintenu inchangé son taux d'intérêt de référence, à 4,5 % en 2012, avant de l'abaisser de 100 points de base au cours de 2013.

29. Dans la plupart de pays d'Europe de l'Est, on observe une tendance généralisée au ralentissement de la croissance économique après deux ans de reprise. En Fédération de Russie, le relèvement a donné des signes d'essoufflement, la demande mondiale de pétrole s'étant infléchie à la baisse. Le PIB y a crû de 3,5 % en 2012 et de 1,3 % en 2013. La Banque centrale a abaissé son taux d'intérêt de 25 points de base au cours du premier trimestre de 2012, mais l'a relevé à 8,25 % au troisième trimestre. Pour sa part, la croissance économique de la Turquie a plongé à 2,2 % en 2012, contre 8,9 % l'année précédente, en raison d'un ralentissement de la consommation et des exportations. Depuis, l'économie turque a repris des couleurs (affichant une croissance de 4,0 % en 2013) car les autorités du pays sont parvenues à stabiliser l'inflation et la monnaie tout en endiguant le déficit actuel. En Pologne, la croissance économique a ralenti (2,08 % en 2012 et 1,48 % en 2013), freinée par le décrochement de la consommation privée et des exportations. En Afrique du Sud, le PIB a progressé de 2,98 % en 2012 et de 1,03 % en 2013. Le taux de chômage y demeure un défi de premier plan. Le déficit de la balance des opérations courantes s'est détérioré, pour atteindre -6,00 % en 2012 et -5,85 % en 2013, et le rand a continué de s'affaiblir à mesure que s'aggravaient les tensions sur le marché du travail dans le secteur des industries extractives.

30. Au cours de la période initiale de l'exercice biennal, les rendements des marchés obligataires de par le monde étaient à des niveaux historiquement bas. Les investisseurs étaient préoccupés par la crise de la dette souveraine, par l'instabilité du système financier et par l'affaiblissement de la croissance économique, en particulier en Chine et aux États-Unis. À la fin de 2012, la BCE a atténué le risque extrême en annonçant des mesures visant à aider les économies européennes périphériques. Toutefois, les investisseurs obligataires ont continué à faire preuve de frilosité en raison des inquiétudes suscitées par les négociations sur le budget et le plafond de la dette des États-Unis. Dans ce contexte, les rendements des obligations à l'échelle mondiale sont demeurés historiquement bas, stagnant dans des fourchettes étroites. Au cours de 2013, ils se sont revigorés en raison de la reprise et l'attention des marchés s'est tournée vers la Réserve fédérale, dont ils préoyaient qu'elle allait annoncer des changements sous la forme d'une réduction progressive de l'assouplissement quantitatif. Vers la fin de l'exercice biennal budgétaire et alors que le retrait progressif de la Réserve fédérale des achats d'actifs était engagé, les rendements des obligations ont chuté à l'échelle mondiale. Du même coup, les risques géopolitiques se sont intensifiés dans certains marchés émergents et la croissance économique a ralenti, en particulier en Amérique du Nord et en Chine, ce qui a conduit les investisseurs à ajuster leurs perspectives d'évolution et à se débarrasser d'une partie de leurs excédents d'actifs.

IV. Diversification du portefeuille

31. La large diversification par devises, classes d'actifs et régions que pratique la Caisse reste pour elle un moyen efficace d'améliorer le positionnement risque/rendement de son portefeuille sur le long terme. En s'attachant à diversifier celui-ci dans une optique véritablement mondiale, la Caisse se distingue de tous les autres grands fonds de pension.

32. Après examen de l'étude sur la gestion actif-passif et consultation du Comité des placements, la composition de l'actif est déterminée en fonction des exigences de répartition stratégique des actifs à long terme. Le portefeuille comprend actuellement 60 % de valeurs à revenu variable, 31 % de valeurs à revenu fixe, 6 % de titres immobiliers et 3 % de liquidités et d'investissements à court terme, mais la Caisse a décidé d'inclure des investissements non classiques et des actifs à rendement réel afin d'améliorer le positionnement risque-rendement. Elle traverse actuellement une période de transition car il faut du temps pour s'ancrer dans ces catégories. À la fin des exercices budgétaires 2013 et 2014, la proportion d'actions détenues était supérieure à celle qui était prévue par la politique de répartition des actifs, à 64,7 et 64,9 %, respectivement. La proportion d'obligations s'établissait pour sa part au-dessous du seuil de 31 % arrêté. Le 1^{er} avril 2012, le portefeuille obligataire représentait 28,8 % du portefeuille total et il avait diminué à 24,2 % à la fin de mars 2014. La part des titres immobiliers est passée de 4,5 % du portefeuille au 1^{er} avril 2012 à 4,9 % au 31 mars 2014. À la fin de l'exercice biennal, on dénombrait 24 partenariats de capital-investissement représentant différentes stratégies, ce qui représentait 1,2 % des investissements de la Caisse. Les investissements monétaires et à court terme représentaient 4,8 % au 1^{er} avril 2012 et 3,4 % à la clôture de l'exercice biennal, le 31 mars 2014. Sur la base des délibérations des participants aux réunions trimestrielles du Comité des placements, le rééquilibrage des différentes classes d'actifs est régulièrement revu en fonction de la répartition tactique décidée par le Représentant du Secrétaire général.

33. Pour ce qui est de la diversification géographique, la proportion du portefeuille de la Caisse investie en Amérique du Nord est passée à 50,5 % en mars 2014 contre 45,7 % en mars 2012. La part des investissements en Europe a diminué (de 25,4 % à 24,1 %), tout comme celles des investissements en Asie et dans le Pacifique (de 18,0 % à 14,9 %). Le reste du portefeuille était investi auprès d'institutions internationales. Le portefeuille d'actions était directement investi dans 35 pays et dans 4 institutions supranationales et régionales. Le portefeuille de titres à revenu fixe était directement investi dans 28 pays et dans 4 institutions supranationales et régionales (au 31 mars 2014). À la fin de l'exercice budgétaire 2014, le Fonds n'était pas directement exposé à la dette souveraine de l'Argentine, de Chypre, de l'Espagne, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie ou du Portugal. Toutes classes d'actifs confondues, la Caisse détenait des investissements directs dans 39 pays et des investissements indirects dans des fonds gérés à l'extérieur et dans des fonds indiciels cotés.

34. En termes de diversification par devise, le portefeuille d'actions est constitué d'investissements directs souscrits dans 23 devises différentes – dont 55,4 % en dollars des États-Unis (autres devises : 44,6 %). Le portefeuille de titres à revenu fixe est constitué d'investissements directs souscrits dans 15 devises différentes – dont 46,3 % en dollars des États-Unis (autres devises : 53,7 %). Globalement, les investissements directs de la Caisse ont été réalisés à 55,9 % en dollars des États-

Unis (autres devises : 44,1 %). Pour l'exercice biennal clos le 31 mars 2014, la diversification monétaire avait eu un impact négatif de 1,2 % sur la performance de la Caisse, résultat supérieur aux attentes puisque l'indice de référence s'établissait à 1,4 %. La composition du portefeuille de la Caisse est présentée aux tableaux 1 à 3 ci-après.

Tableau 1
**Valeur de réalisation des investissements de la Caisse, par pays
ou région, au 31 mars 2014^a**

<i>Pays/région</i>	<i>Montant (millions de dollars É.-U.)</i>	<i>Pourcentage</i>
Afrique du Sud	234,1	0,45
Allemagne	2 328,9	4,49
Australie	1 303,7	2,51
Autriche	57,8	0,11
Belgique	102,7	0,20
Brésil	527,2	1,02
Canada	2 453,3	4,73
Chili	58,1	0,11
Chine	1 457,3	2,81
Colombie	39,5	0,08
Danemark	186,0	0,36
Espagne	481,1	0,93
Estonie	43,0	0,08
États-Unis d'Amérique	23 714,1	45,75
Fédération de Russie	184,4	0,36
Finlande	324,6	0,63
France	1 883,2	3,63
Grèce	2,1	0,00
Inde	315,3	0,61
Indonésie	82,0	0,16
Irlande	68,2	0,13
Israël	1,4	0,00
Italie	114,0	0,22
Japon	2 919,1	5,63
Malaisie	446,0	0,86
Mexique	642,7	1,24
Norvège	447,8	0,86
Nouvelle-Zélande	34,4	0,07
Pays-Bas	412,8	0,80
Philippines	57,1	0,11
Pologne	774,3	1,49
République de Corée	718,8	1,39
Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord	3 291,7	6,35
Singapour	301,8	0,58
Suède	916,8	1,77
Suisse	1 283,6	2,48

<i>Pays/région</i>	<i>Montant (millions de dollars É.-U.)</i>	<i>Pourcentage</i>
Thaïlande	85,1	0,16
Turquie	73,3	0,14
Afrique	190,8	0,37
Asie	246,7	0,48
Europe	418,1	0,81
International	1 082,1	2,09
Marchés émergents	92,8	0,18
Moyen-Orient	63,9	0,12
Organismes multinationaux	1 376,1	2,65
Total	51 837,5	100,00

Note : Le montant total inclut les disponibilités, par devise de pays ou de région.

^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.

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

<i>Pays/région</i>	<i>Actions</i>		<i>Titres à revenu fixe</i>	
	<i>31 mars 2012</i>	<i>31 mars 2014</i>	<i>31 mars 2012</i>	<i>31 mars 2014</i>
Allemagne	✓	✓	✓	✓
Australie	✓	✓	✓	✓
Autriche	✓	✓	✓	✓
Belgique	✓	✓	✓	✓
Canada	✓	✓	✓	✓
Danemark	✓	✓	—	—
Espagne	✓	✓	✓	✓
États-Unis	✓	✓	✓	✓
Finlande	✓	✓	✓	✓
France	✓	✓	✓	✓
Irlande	✓	✓	✓	✓
Israël	✓	✓	—	—
Italie	✓	✓	—	—
Japon	✓	✓	✓	✓
Norvège	✓	✓	✓	✓
Nouvelle-Zélande	✓	✓	✓	✓
Pays-Bas	✓	✓	✓	✓
Portugal	—	—	—	—
Royaume-Uni	✓	✓	✓	✓
Singapour	✓	✓	✓	✓

<i>Pays/région</i>	<i>Actions</i>		<i>Titres à revenu fixe</i>	
	<i>31 mars 2012</i>	<i>31 mars 2014</i>	<i>31 mars 2012</i>	<i>31 mars 2014</i>
Suède	✓	✓	✓	✓
Suisse	✓	✓	✓	✓
Total	21	21	18	18

^a Classement fondé sur la classification des marchés développés de Morgan Stanley Capital International (MSCI).

Tableau 3
Investissements de la Caisse sur les marchés émergents

<i>Pays/région</i>	<i>Actions^a</i>			<i>Titres à revenu fixe^a</i>	
	<i>31 mars 2012</i>	<i>31 mars 2014</i>		<i>31 mars 2012</i>	<i>31 mars 2014</i>
Afrique du Sud	✓	✓	Afrique du Sud	✓	✓
Arabie saoudite	✓	✓	Angola	✓	✓
Argentine	–	✓	Argentine	✓	✓
Bahreïn	✓	✓	Arménie	–	✓
Bangladesh	–	✓	Azerbaïdjan	✓	✓
Botswana	✓	✓	Bosnie-Herzégovine	✓	✓
Brésil	–	✓	Botswana	–	–
Bulgarie	–	–	Brésil	✓	✓
Burkina Faso	–	✓	Chili	✓	✓
Chili	✓	✓	Chine	✓	✓
Chine	✓	✓	Chypre	–	–
Chypre	–	–	Colombie	–	✓
Colombie	✓	✓	Costa Rica	–	✓
Congo	–	✓	Côte d'Ivoire	✓	✓
Côte d'Ivoire	✓	✓	Croatie	✓	–
Égypte	✓	✓	Égypte	✓	–
Émirats arabes unis	✓	✓	El Salvador	✓	✓
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	✓	✓	Inde	✓	✓

<i>Pays/région</i>	<i>Actions^a</i>			<i>Titres à revenu fixe^a</i>	
	<i>31 mars 2012</i>	<i>31 mars 2014</i>		<i>31 mars 2012</i>	<i>31 mars 2014</i>
Kirghizistan	–	–	Indonésie	–	–
Koweït	✓	✓	Iraq	✓	✓
Liban	–	✓	Jordanie	✓	✓
Lituanie	–	–	Kazakhstan	✓	✓
Malaisie	✓	✓	Kenya	–	✓
Malawi	✓	✓	Lituanie	✓	–
Maroc	–	✓	Malaisie	✓	✓
Maurice	✓	✓	Malawi	–	–
Mexique	✓	✓	Maroc	–	–
Namibie	✓	✓	Maurice	–	–
Nigéria	✓	✓	Mexique	✓	✓
Oman	✓	✓	Mongolie	–	✓
Ouganda	–	✓	Monténégro	✓	✓
Pakistan	–	✓	Mozambique	–	✓
Panama	–	–	Népal	–	–
Pérou	–	–	Nigéria	✓	✓
Philippines	–	✓	Oman	–	–
Pologne	–	✓	Ouganda	✓	✓
Qatar	–	✓	Paraguay	–	✓
République de Corée	✓	✓	Pérou	–	–
République tchèque	✓	–	Philippines	–	–
République-Unie de Tanzanie	✓	✓	Pologne	✓	✓
Roumanie	–	✓	Qatar	–	–
Rwanda	✓	✓	République de Corée	–	✓
Sénégal	✓	✓	République de Moldova	–	–
Sierra Leone	–	✓	République dominicaine	✓	✓
Slovénie	–	✓	République populaire démocratique de Corée	✓	✓
Sri Lanka	–	✓	République tchèque	✓	✓
Thaïlande	✓	✓	République-Unie de Tanzanie	–	✓
Tunisie	✓	✓	Rwanda	–	✓
Turkménistan	–	–	Serbie	✓	✓
Turquie	✓	✓	Seychelles	✓	✓
Ukraine	–	–	Sri Lanka	–	–
Venezuela (République bolivarienne du)	–	–	Trinité-et-Tobago	✓	–
Viet Nam	–	✓	Tunisie	✓	✓
Zambie	✓	✓	Turquie	✓	✓
Zimbabwe	✓	✓	Ukraine	✓	✓

<i>Pays/région</i>	<i>Actions^a</i>		<i>Titres à revenu fixe^a</i>	
	<i>31 mars 2012</i>	<i>31 mars 2014</i>	<i>31 mars 2012</i>	<i>31 mars 2014</i>
État de Palestine	✓	✓	Uruguay	✓
Total	34	53	Venezuela (République bolivarienne du)	✓
			Viet Nam	–
			Zambie	–
			Îles Cayman	–
			Total	42
				47

^a La classification de marchés émergents suit les conventions habituelles des marchés financiers.

V. Rendement des investissements

A. Rendement global

35. La valeur de réalisation des actifs de la Caisse est passée de 43 091 millions de dollars au 31 mars 2012 à 51 837 millions de dollars au 31 mars 2014, ce qui représente une augmentation de 8 746 millions, soit environ 20,3 %. Le taux de rendement s'est établi à 10,1 % pour la période biennale terminée en 2014, surpassant ainsi de 46 points de base l'indice de référence (9,6 %). Le taux de rendement global s'est établi à 12,1 % pour la période de douze mois terminée le 31 mars 2014, contre 8,1 % pour la période terminée le 31 mars 2012, ce qui représente des taux de rendement réels de 10,6 % et de 6,6 %, respectivement, après ajustement au titre de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis.

36. Au cours de l'exercice biennal terminé en 2014, en dépit des incertitudes qui ont pesé sur l'économie mondiale, l'optimisme s'est imposé et la Caisse a affiché des gains réguliers. Les marchés d'actions des pays développés ont enregistré des rendements positifs malgré l'annonce du ralentissement (ou de la réduction) du programme d'assouplissement monétaire de la Réserve fédérale des États-Unis et la fragilité de la reprise économique observée dans la zone euro. Aux États-Unis, les marchés des actions ont affiché des rendements de 12,6 % en 2013 et de 22,7 % en 2014. En dehors des États-Unis, les rendements des marchés des actions ont été de 9,1 % en 2013 et de 12,4 % en 2014. Le rendement global des obligations a été de 10,8 % en 2013 et de 17,5 % en 2014. Les obligations libellées en dollars des États-Unis ont affiché des rendements de 23,5 % en 2013 et de -0,7 % en 2014. Les obligations libellées dans d'autres monnaies ont affiché des rendements de 2,7 % en 2013 et de 2,9 % en 2014. Les valeurs mobilières ont affiché des rendements de 7,4 % en 2013 et de 13,1 % en 2014, tandis que les investissements à court terme enregistraient des rendements de 1,3 % en 2013 et de -0,3 % en 2014.

37. Les taux de rendement indiqués dans le présent rapport ont été calculés par un comptable centralisateur indépendant selon la méthode généralement admise qui avait été présentée de façon détaillée dans le rapport sur la gestion des investissements soumis au Comité mixte à sa trente-quatrième session (JSPB/34/R.10). La méthode de calcul prend en compte le revenu effectif des titres (dividendes et intérêts), ainsi que les plus-values et moins-values réalisées. Elle

tient également compte des variations de la valeur de réalisation des placements et de l'échéancier des flux de trésorerie.

B. Rendements comparés

38. Parmi les fonds de pension qui tiennent leur comptabilité en dollars des États-Unis et détiennent également des actifs libellés dans plusieurs autres monnaies, la Caisse reste celui qui pratique la plus forte diversification géographique de ses placements. À la fin de la période considérée, elle détenait plus de la moitié de ses actifs dans des monnaies autres que le dollar des États-Unis.

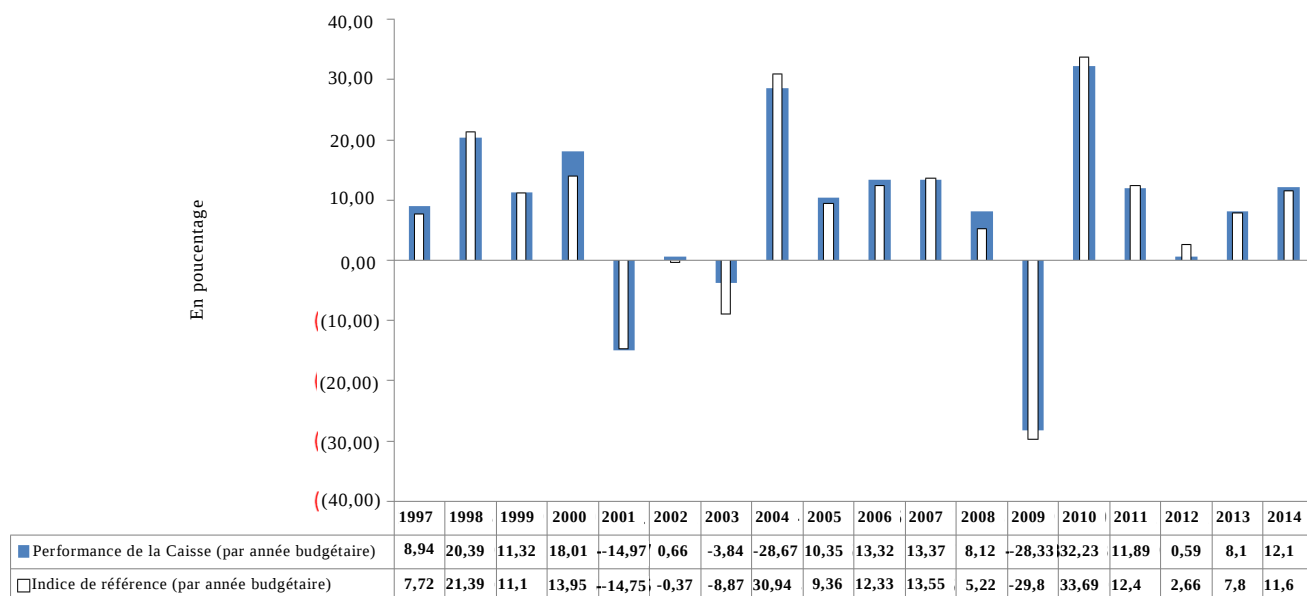
39. Au cours de la période de douze mois terminée le 31 mars 2013, la performance du portefeuille de la Caisse (8,1 %) a été supérieure de 0,3 % à l'indice de référence. Celui-ci est composé pour 60 % de l'indice Morgan Stanley Capital International All Country World Index (MSCI ACWI), pour 31 % de l'indice Barclays Capital Global Aggregate (BCGAI), pour 6 % de l'indice NCREIF Open End Diversified Core Equity Index, et pour 3 % de bons du Trésor à 91 jours de Merrill Lynch. Pour la période terminée le 31 mars 2014, la Caisse a enregistré un rendement de 12,1 %, c'est-à-dire supérieur de 0,6 % à l'indice de référence. En s'établissant à 6,2 %, le taux de rendement annualisé sur les 15 années écoulées a dépassé l'indice de référence fixé à 5,4 %.

40. Sur les 15 dernières années, les valeurs comprises dans l'indice MSCI All Country ont affiché un rendement global annualisé de 4,9 %, contre un taux annualisé de 5,6 % pour le portefeuille d'actions de la Caisse. Durant la même période, les valeurs comprises dans l'indice Barclays Capital Global Aggregate ont enregistré un taux de rendement annualisé de 5,2 %, contre 6,0 % pour le portefeuille d'obligations de la Caisse. Au 31 mars 2014, la Caisse avait investi dans 39 pays, 7 institutions internationales et régionales et 23 devises.

C. Taux de rendement à long terme

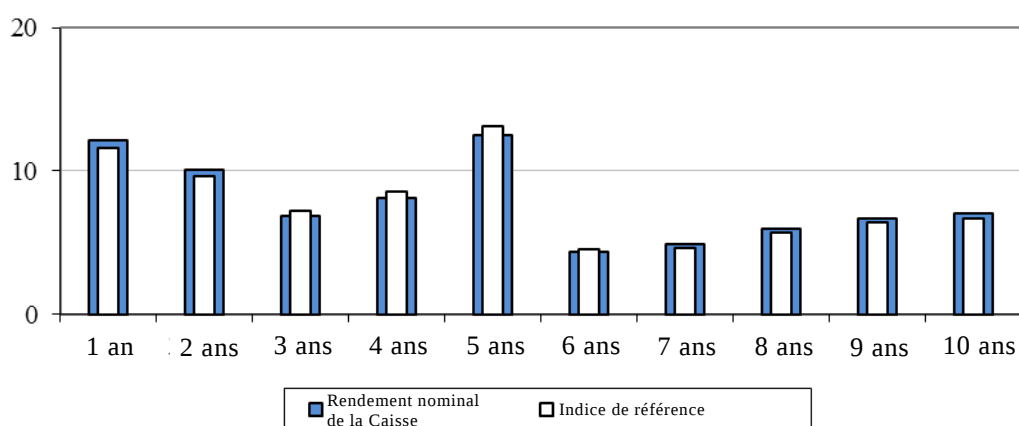
41. La Caisse a atteint l'objectif à long terme concernant le rendement réel (ajusté de l'inflation aux États-Unis) de ses investissements sur 50 ans fixé à 3,9 %, dépassant de 40 points de base l'indice de référence de 3,5 %. Le tableau 5 récapitule le taux de rendement global annualisé et le taux ajusté de l'inflation sur la période de 50 ans pour laquelle le comptable centralisateur indépendant disposait de données. D'après la rétrospective, les marchés d'actions ont fortement progressé de 1993 à 2000, puis chuté au cours des trois années qui ont suivi. Ils ont de nouveau affiché des taux de rendement positifs de 2004 à 2008. À partir du troisième trimestre 2008, les marchés ont connu une instabilité qui s'est poursuivie jusqu'au deuxième trimestre 2012 ; cette volatilité est redescendue depuis lors en dessous de sa moyenne historique. Pour l'année 2013 et l'année 2014, la Caisse a connu des rendements de 8,1 % et de 12,2 %, respectivement, c'est-à-dire supérieurs de 0,3 % et de 0,6 %, respectivement, à l'indice de référence.

Figure I
Performance de la Caisse sur le long terme, par rapport au mouvement des indices de référence



42. Comme le montre la figure II, la performance des investissements de la Caisse a été supérieure à celle des valeurs comprises dans l'indice de référence pendant six des 10 périodes de un an écoulées jusqu'au 31 mars 2014.

Figure II
Performance annuelle jusqu'au 31 mars 2014



Le rendement nominal est supérieur à l'indice 60/31 pendant 6 périodes sur 10

Tableau 4
Performance annuelle globale des investissements de la Caisse

(En pourcentage de la valeur de réalisation des titres au 31 mars, de 1962 à 2014)

Année	Actions				Obligations				Valeurs immobilières	Placements à court terme	Ensemble des placements	Année
	États-Unis	Autres pays	Total	MSCI World Index ^a	États-Unis	Autres pays	Total ^b	SBGWBI ^c				
1961	18,8	37,8	19,4	—	—	—	8,0	—	—	—	12,7	1961
1962	12,37	0,87	11,65	—	—	—	3,91	—	—	—	6,61	1962
1963	(0,60)	(16,34)	(0,59)	—	—	—	5,49	—	—	—	4,07	1963
1964	18,18	7,48	17,45	—	—	—	2,12	—	—	—	8,24	1964
1965	10,89	8,30	10,44	—	—	—	4,41	—	—	—	6,98	1965
1966	4,53	3,22	4,31	—	—	—	(2,14)	—	—	—	0,66	1966
1967	11,76	(2,32)	8,98	—	—	—	3,97	—	—	—	7,91	1967
1968	2,86	28,30	7,46	—	—	—	(4,89)	—	—	—	1,60	1968
1969	13,35	20,07	14,64	—	—	—	2,66	—	—	—	9,09	1969
1970	(5,10)	(2,18)	(4,49)	—	—	—	1,41	—	—	—	(1,75)	1970
1971	13,94	3,31	11,46	9,28	—	—	14,10	—	—	8,73	13,53	1971
1972	14,13	34,30	18,33	16,92	—	—	9,41	—	11,58	7,15	16,98	1972
1973	5,85	20,77	9,49	13,47	—	—	7,40	—	4,78	5,92	8,55	1973
1974	(16,70)	(21,48)	(18,10)	(16,40)	—	—	1,92	—	10,18	10,70	(13,55)	1974
1975	(11,20)	11,60	(5,16)	(6,09)	6,20	14,63	6,55	—	(1,03)	12,35	0,18	1975
1976	16,37	10,76	14,58	15,59	11,22	1,91	10,02	—	5,16	7,70	13,16	1976
1977	(8,25)	(3,75)	(6,62)	(0,95)	10,40	15,20	11,06	—	3,70	5,20	(0,26)	1977
1978	(5,60)	20,31	4,16	6,11	5,62	24,39	8,72	—	8,25	7,67	6,12	1978
1979	22,36	21,67	22,07	21,27	4,70	12,50	6,63	8,04	16,86	8,56	15,07	1979
1980	10,89	(10,31)	1,08	(0,18)	(9,53)	(4,64)	(7,63)	(13,16)	17,42	11,75	(0,39)	1980
1981	43,19	39,60	41,45	34,80	14,99	9,45	12,51	20,38	14,71	15,76	26,60	1981
1982	(17,88)	(19,64)	(18,77)	(15,00)	11,08	0,40	6,20	(0,69)	17,51	17,95	(7,85)	1982
1983	40,91	23,60	33,55	31,60	32,53	14,54	24,89	20,54	7,07	12,76	27,05	1983
1984	5,08	32,46	15,66	17,30	5,46	12,42	8,67	8,20	13,33	13,07	13,01	1984
1985	20,75	(6,82)	9,54	7,20	17,86	(8,22)	4,53	5,50	13,47	3,62	8,09	1985
1986	34,95	58,48	43,44	56,02	54,30	50,33	51,21	48,70	10,75	6,95	41,52	1986
1987	21,63	43,88	30,01	43,22	9,14	32,63	22,59	17,42	12,67	11,97	24,69	1987
1988	(12,18)	2,15	(4,74)	5,81	3,26	20,24	12,65	11,42	9,19	7,67	3,10	1988
1989	13,20	10,00	11,30	13,56	2,10	(5,50)	(2,40)	0,36	8,20	10,40	5,90	1989
1990	21,54	13,21	16,57	(2,30)	10,47	2,93	6,20	3,12	12,31	9,72	11,56	1990
1991	8,9	1,2	4,5	3,2	12,5	17,4	15,0	16,2	5,1	13,1	8,9	1991
1992	11,3	0,1	4,9	(0,5)	13,7	14,0	14,0	14,0	(4,1)	6,5	7,6	1992
1993	17,3	6,7	11,2	12,7	15,9	17,7	16,9	19,0	(6,6)	7,5	11,6	1993
1994	(2,7)	24,4	12,4	14,0	3,4	10,1	7,7	6,8	0,5	3,0	9,7	1994
1995	11,1	6,5	8,1	9,8	2,9	18,6	12,9	12,1	0,0	5,0	8,7	1995
1996	30,2	15,1	20,5	20,6	8,0	3,3	5,1	5,3	10,4	4,1	14,6	1996
1997	18,9	7,2	11,6	9,8	6,2	2,5	3,6	1,2	8,6	4,4	8,9	1997

Année	Actions				Obligations				Valeurs immobilières	Placements à court terme	Ensemble des placements	Année
	États-Unis	Autres pays	Total	MSCI World Index ^a	États-Unis	Autres pays	Total ^b	SBGWBI ^c				
1998	45,4	15,4	27,3	32,4	10,6	4,3	7,0	5,4	18,9	7,0	20,4	1998
1999	18,4	9,7	13,9	13,0	4,8	9,0	6,5	10,0	4,8	9,9	11,3	1999
2000	17,5	39,9	28,5	21,6	3,1	(5,7)	(2,5)	(0,3)	11,7	3,0	18,0	2000
2001	(17,2)	(30,3)	(24,2)	(25,1)	13,0	(4,2)	2,0	(1,7)	11,3	4,2	(15,0)	2001
2002	2,8	(6,1)	(1,3)	(4,2)	4,9	2,1	3,1	0,5	8,4	3,5	0,7	2002
2003	(23,9)	(21,7)	(23,1)	(24,2)	15,9	34,9	28,4	25,2	8,5	11,1	(3,8)	2003
2004	29,3	56,5	42,5	43,9	6,8	19,4	15,7	13,5	23,9	8,1	28,7	2004
2005	6,3	16,9	11,8	11,1	1,2	10,5	7,8	5,5	15,8	2,5	10,4	2005
2006	13,1	28,8	21,3	18,6	2,4	(4,4)	(2,8)	(2,0)	30,5	2,9	13,3	2006
2006				20,3 ^d MSCI ACWI				(2,6) ^e BCGA			12,3* *60/31	2006
2007	9,4	20,6	15,7	16,4 MSCI ACWI	7,1	9,4	8,4	8,1 BCGA	24,0	5,5	13,4* *60/31	2007
2008	(0,6)	5,9	3,4	(0,7) MSCI ACWI	8,3	18,4	15,1	15,3 BCGA	9,0	8,3	8,1* *60/31	2008
2009	(34,6)	(45,1)	(41,0)	(42,7) MSCI ACWI	(1,4)	(12,6)	(8,6)	(4,9) BCGA	(22,9)	3,9	(28,3) *60/31	2009
2010	42,6	62,2	54,1	56,3 MSCI ACWI	5,9	16,7	10,8	10,2 BCGA	(17,4)	(2,7)	32,2	2010
2011	14,9	13,1	13,8	14,6 MSCI ACWI	5,4	10,3	8,2	7,1 BCGA	12,5	1,3	11,9	2011
2012	6,7	(7,3)	(1,2)	(0,2) MSCI ACWI	6,9	3,1	4,6	5,3 BCGA	10,8	1,2	0,6	2012
2013	12,6	9,1	10,8	11,2 MSCI ACWI	3,5	2,7	2,9	1,3 BCGA	7,4	1,3	8,1	2013
2014	22,7	12,4	17,5	17,2 MSCI ACWI	(0,7)	2,9	1,3	1,9 BCGA	13,1	(0,3)	12,1	2014

^a Les indices MSCI offrent une couverture exhaustive des marchés d'actions de plus de 75 pays – développés, émergents et frontières –, et sont construits et actualisés de façon homogène.

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

^c Indice Citigroup World Government Bond (CWGBI), couvrant 18 grands marchés obligataires (utilisé en remplacement de l'indice Barclays Capital Global Aggregate (BCGA) depuis 2006).

^d Indice Morgan Stanley Capital International All Country World Index (MSCI ACWI) (44 indices couvrant les marchés de 23 pays développés et de 21 pays émergents).

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

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

(En pourcentage de la valeur de réalisation; périodes allant jusqu'au 31 mars 2014)^a

	2014	2013	2012	2011	2010	5 ans 2014	10 ans 2014	15 ans 2014	20 ans 2014	25 ans 2014	50 ans 2014
Actions (États-Unis)	22,7	12,6	6,7	14,9	42,6	19,5					
Autres actions	12,4	9,1	-7,3	13,1	62,2	5,9					
Total, actions	17,5	10,8	-1,2	13,8	54,1	17,7	8,0	5,6	8,2	8,5	
Obligations (États-Unis)	-0,7	3,5	6,9	5,4	5,9	4,2					
Autres obligations	2,9	2,7	3,1	10,3	16,7	7,0					
Total, obligations	1,3	2,9	4,6	8,2	10,8	5,5	4,6	6,0	6,2	7,3	
Titres de placement immobilier	13,1	7,4	10,8	12,5	-17,4	4,6	7,0	8,9	8,8	7,2	
Placements à court terme	-0,3	1,3	1,2	1,3	-2,7	0,1	2,4	3,5			
Mouvement annuel du montant total des actifs en dollars des États-Unis^b	12,1	8,1	0,6	11,9	32,2	12,5	7,1	6,2	7,8	8,2	8,3
Rendement corrigé de l'inflation (compte tenu de l'indice des prix à la consommation des États- Unis)	10,6	6,6	-2,1	9,2	29,2	10,4	4,7	3,8	5,4	5,6	3,9

^a Données les plus fiables dont le comptable centralisateur indépendant disposait pour la période de 50 ans.

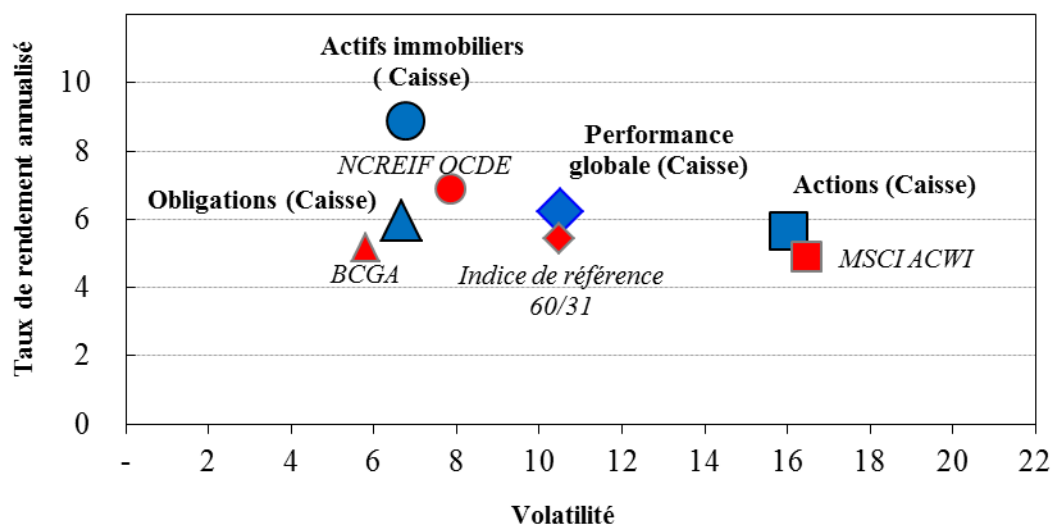
^b Monnaie de compte.

D. Positionnement risque-rendement

43. Sur les 15 dernières années, le taux de rendement annuel des investissements de la Caisse (6,2 %) a été supérieur à celui des valeurs comprises dans l'indice de référence (5,4 %), avec un taux de volatilité de 10,5 % proche de celui de cet indice. Ce positionnement risque-rendement tient à la grande diversification du portefeuille de la Caisse, qui comprend toutes les grandes classes de produits et de titres.

44. Parmi les classes d'actifs, la performance du portefeuille d'actions (rendement moyen de 5,6 %) a surpassé celle des valeurs comprises dans l'indice MSCI All Country World (4,9 %), avec un meilleur positionnement risque-rendement (16,0 % contre 16,4 %). La performance du portefeuille d'obligations (rendement annuel moyen de 6,0 % sur 15 ans) a surpassé celles des valeurs comprises dans l'indice Barclays Capital Global Aggregate (5,2 %), avec toutefois un taux de volatilité plus élevé (6,7 % contre 5,8 %).

Figure III
Position risque-rendement de la Caisse par rapport aux indices de référence
sur la période de 15 ans allant jusqu'au 31 mars 2014



VI. Investissements dans les pays en développement

45. La Caisse continue de s'attacher à investir dans des pays en développement, autant qu'il est possible de le faire sans compromettre les intérêts des participants et des bénéficiaires. La valeur de réalisation de ses investissements directs et indirects dans ces pays se chiffrait à 5,2 milliards de dollars au 31 mars 2014, contre une valeur d'achat de 5,8 milliards de dollars au 31 mars 2012, ce qui représente une diminution d'environ 9,7 %.

46. La Division de la gestion des investissements continue d'étudier les possibilités d'investir dans les pays en développement. Elle a ainsi organisé plusieurs missions en Afrique, en Asie, en Amérique latine et en Europe orientale pendant la période considérée. La Caisse continue de rechercher des produits d'investissement appropriés sur ces marchés, sans pour autant déroger à ses critères et à sa stratégie de gestion.

Tableau 6

**Investissements de la Caisse liés au développement^a : valeur comptable^b
et valeur de réalisation au 31 mars 2012 et au 31 mars 2014**

(En milliers de dollars des États-Unis)

	Valeur comptable		Valeur de réalisation	
	2012	2014	2012	2014
Afrique				
Afrique du Sud	293 376	104 628	394 822	213 160

	Valeur comptable		Valeur de réalisation	
	2012	2014	2012	2014
Fonds régionaux	131 295	172 076	118 606	170 912
Total partiel	424 671	276 704	513 428	384 072
Institutions de développement	79 203	54 487	91 299	63 921
Total, Afrique	503 874	331 191	604 727	447 993
Asie				
Chine	1 130 676	1 054 029	1 377 518	1 374 476
Inde	287 467	237 494	335 822	295 290
Indonésie	–	87 624	–	81 981
Malaisie	563 941	372 182	657 997	405 552
République de Corée	685 006	571 425	917 559	708 325
Singapour	334 497	217 795	383 485	264 924
Thaïlande	–	84 480	–	85 146
Fonds régionaux	117 263	149 350	202 198	211 852
Total partiel	3 118 850	2 774 379	3 874 579	3 427 546
Institutions de développement	30 173	55 912	36 775	57 949
Total, Asie	3 149 023	2 830 291	3 911 354	3 485 495
Europe				
Turquie	52 691	42 407	82 076	41 565
Fonds régionaux	–	–	–	–
Total partiel	52 691	42 407	82 076	41 565
Institutions de développement	–	–	–	–
Total, Europe	52 691	42 407	82 076	41 565
Amérique latine				
Brésil	590 677	444 932	768 176	482 238
Chili	47 692	47 649	69 880	58 138
Colombie	2 951	44 519	6 832	39 413
Mexique	472 501	445 295	646 448	539 695
Venezuela (République bolivarienne du)	19 965	–	25 316	–
Fonds régionaux	–	–	–	–
Total partiel	1 133 786	982 395	1 516 652	1 119 484
Institutions de développement	98 587	19 965	107 778	25 421
Total, Amérique latine	1 232 373	1 002 360	1 624 430	1 144 905
Autres fonds de développement				
Banque interaméricaine de développement	–	65 441	–	66 932

	Valeur comptable		Valeur de réalisation	
	2012	2014	2012	2014
Banque internationale pour la reconstruction et le développement	526 598	464 039	597 238	503 605
Facilité internationale de financement pour la vaccination	24 406	24 406	27 120	24 344
iShares MSCI Emerging Markets	–	47 143	–	45 760
iShares MSCI Frontier 100 Index	–	50 361	–	60 030
Banque européenne d'investissement/ Banque européenne pour la reconstruction et le développement	297 804	342 898	331 951	363 185
Fonds fiduciaire d'obligations de marchés émergents	26 902	26 902	40 870	47 004
Fonds d'investissement sur les marchés émergents du Moyen-Orient	15 145	34 002	16 871	63 892
Total, Autres fonds de développement	890 855	1 055 192	1 014 050	1 174 752
Total général	5 828 816	5 261 441	7 236 637	6 294 710

^a La valeur comptable et la valeur de réalisation ne comprennent pas les disponibilités pour tous les pays et régions.

^b Conformément aux normes IPSAS, depuis le 1^{er} janvier 2012 la Caisse désigne tous ses investissements à la juste valeur, avec variation de la valeur portée en excédent ou déficit.

VII. Conclusion

47. La Caisse a atteint ses objectifs à long terme en ce qui concerne aussi bien l'hypothèse actuarielle d'un taux de rendement réel de 3,5 % que la performance par rapport aux indices de référence au cours des 10 dernières années. Pour accroître le rendement de ses placements et les diversifier davantage, la Division de la gestion des investissements a continué de rechercher des possibilités de prise de participation dans des fonds de capital-investissement et d'autres formes d'investissement alternatif, et dans les secteurs des équipements et des forêts exploitables. En raison de leur potentiel de croissance plus important, elle étudie également avec soin les possibilités d'investir sur les marchés émergents et les marchés frontières, dans le respect des critères de sécurité, de rentabilité, de liquidité et de convertibilité. Elle met à profit le système RiskMetrics pour suivre les risques de manière exhaustive et systématique. Enfin, même si la Caisse doit faire face aux incertitudes du marché durant la présente phase de reprise économique mondiale, avec l'appui d'effectifs supplémentaires et de nouveaux outils d'investissement, la Division sera en mesure de sauvegarder les actifs de la Caisse et de positionner plus solidement la Caisse pour les années à venir.