

FONDS d'INVESTISSEMENT CLIMATIQUES

CTF-SCF/TFC.7/5/Rev.1

27 octobre 2011

Réunion conjointe des Comités du FTP et du SCF
Washington, D.C.
3 novembre 2011

Point 5 de l'ordre du jour

PARTICIPATION DES FIC A UNE NOUVELLE TRANCHE DE PLACEMENTS

Projet de décision de la réunion conjointe des Comités du FTP et du SCF

La réunion conjointe des Comités du FTP et du SCF, ayant examiné le document CTF-SCF/TFC.7/5/Rev.1, *Participation des FIC à une nouvelle tranche de placements*, approuve la participation du FTP et du SCF, à hauteur d'un quart maximum du total des liquidités détenues par les deux fonds fiduciaires, à une nouvelle tranche de placements. L'objectif de la nouvelle tranche, qui aurait un horizon d'investissement de cinq ans et comprendrait un pourcentage limité d'actions de sociétés cotées en Bourse des marchés développés, est d'accroître la diversification du portefeuille.

I. RESUME ANALYTIQUE

1. Certains fonds d'intermédiation financière (FIF) et fonds fiduciaires établis à la Banque mondiale disposent d'importants volumes de liquidités, qui sont stables sur une longue période (à savoir, cinq ans). Afin d'élargir les possibilités offertes à ces clients, la direction de la Banque mondiale a élaboré une nouvelle stratégie d'investissement applicable aux portefeuilles des FIF et des fonds fiduciaires. La stratégie a été présentée au Conseil de la Banque mondiale et examinée et appuyée par son Comité d'audit.
2. La nouvelle stratégie d'investissement s'appuie sur une analyse historique réalisée sur le rapport risque/rendement enregistré pour différentes classes d'actifs et sur le profil risque-rendement de différentes combinaisons d'actifs (voir annexes 1 et 2). L'analyse démontre que les performances d'un portefeuille diversifié sont dans la plupart des cas supérieures à celles d'un portefeuille uniquement à revenu fixe. En outre, un portefeuille plus diversifié, *contenant un pourcentage limité d'actions de sociétés cotées en Bourse des marchés développés*, pourrait améliorer les rendements sur le moyen à long terme, bien que la variabilité des revenus puisse augmenter sur des périodes plus courtes.
3. Actuellement, il existe trois sous-portefeuilles (appelés tranches) dans lesquels les actifs liquides des fonds fiduciaires peuvent être placés. La Tranche 0 comprend des dépôts bancaires et des placements dans des instruments du marché monétaire dont l'horizon d'investissement ne dépasse pas trois mois. La Tranche 1 est un portefeuille à horizon court (jusqu'à un an) qui augmente le choix des titres. La Tranche 2 est un portefeuille à horizon plus long (jusqu'à trois ans) offrant un éventail plus large encore d'instruments.
4. Compte tenu de la conjoncture actuelle du marché et afin d'offrir un plus grand choix d'instruments, une nouvelle tranche de placements (la Tranche 4) est proposée aux fonds fiduciaires admissibles. La Tranche 4 serait caractérisée par un horizon de placement à cinq ans avec une contrainte de préservation du capital sur la même période et par une allocation en actions limitée. Elle serait gérée à un niveau très prudent de tolérance au risque, compatible avec le maintien d'une probabilité de rendement négatif à un niveau quasiment négligeable (1 % maximum) sur un horizon de cinq ans.
5. Les critères d'admissibilité d'un fonds fiduciaire à participer à la Tranche 4 sont les suivants : i) participation à la Tranche 2 ; et ii) capacité à maintenir le montant alloué à la Tranche 4 pendant au moins cinq ans. L'admissibilité à la participation à la Tranche 4 sera réexaminée chaque année, conformément au processus d'examen de la stratégie d'investissement actuellement en vigueur.
6. Tous les placements des FIF et des fonds fiduciaires à la Banque mondiale sont soumis aux pouvoirs généraux de placement de la BIRD et de l'IDA, qui autorisent la BIRD et l'IDA à conclure un ensemble défini de transactions sur les marchés, tant pour leurs propres portefeuilles que pour les fonds qu'elles gèrent pour le compte d'autrui (notamment les FIF et les fonds fiduciaires). Les placements réalisés pour des FIF ou des fonds fiduciaires qui sortent du cadre expressément autorisé par les pouvoirs généraux de

placement de la BIRD et de l'IDA, notamment l'achat d'actions de sociétés cotées en Bourse des marchés développés, sont autorisés sous réserve d'instructions expresses données à la BIRD et/ou à l'IDA par les bailleurs de fonds ou les organes de direction des FIF et des fonds fiduciaires.

7. Les opérations de placement des avoirs liquides des FIC ont pour objectif de : i) maintenir un niveau de liquidités suffisant pour satisfaire les besoins prévisibles de trésorerie ; ii) préserver le capital ; et iii) optimiser les rendements des placements sous réserve de l'objectif de préserver le capital. Le total actuel de liquidités des FIC s'élève à environ 2,7 milliards de dollars, dont 1,3 milliard de dollars sont déjà engagés au bénéfice des BMD. Le solde devrait être engagé dans les deux à trois prochaines années. Ces montants engagés par l'Administrateur fiduciaire en faveur des BMD devraient être transférés aux MBD sur une période de cinq à sept ans, ce qui correspond au profil anticipé des décaissements des BMD destinés aux projets d'investissement au titre des FIC et est comparable au profil des décaissements destinés aux prêts d'investissement dans des infrastructures financés par les BMD elles-mêmes.

8. Actuellement, les actifs liquides des FIC sont investis dans les trois tranches de placements existantes. Pour maximiser les rendements pour les FIC, environ 60 % du total des actifs liquides sont actuellement investis dans la Tranche 2, dont l'horizon de placement est de 3 ans maximum. Le reste des actifs liquides est investi dans les Tranches 0 et 1.

9. Le Comité conjoint FTP/SCF pourrait être intéressé par une participation à la Tranche 4. La diversification des placements via la Tranche 4 pourrait être particulièrement avantageuse étant donné la nature du profil des décaissements des FIC pour leurs investissements. Les deux FIC répondent aux critères d'admissibilité à une participation à la Tranche 4, à savoir : i) participation à la Tranche 2 ; ii) solde minimum prévu de 200 millions de dollars sur cinq ans ; et iii) capacité à maintenir le montant affecté à la Tranche 4 pendant au moins cinq ans. Toutefois, comme indiqué au paragraphe 6, le Comité conjoint FTP/SCF doit donner son approbation à la participation des FIC à la Tranche 4.

II. CONTEXTE

10. En tant qu'administrateur fiduciaire de fonds d'intermédiation financière (FIF) et de fonds fiduciaires administrés par la BIRD ou l'IDA, la Banque mondiale réunit les fonds en attente de décaissement dans un portefeuille d'actifs liquides (le pool d'investissement des fonds fiduciaires). Ces actifs sont gérés suivant la stratégie d'investissement établie par la Banque mondiale, et conformément aux pouvoirs généraux de placement de la BIRD et de l'IDA.¹ Les objectifs de la stratégie d'investissement applicable à ce pool sont les suivants : i) maintenir un niveau de liquidités suffisant pour satisfaire les besoins prévisibles de trésorerie ; ii) préserver le

¹ Résolution n° 97-1, adoptée le 18 avril 1997, pour la BIRD, et Résolution n° 2001-1, adoptée le 23 janvier 2001, pour l'IDA.

capital ; et iii) optimiser les rendements des placements sous réserve de l'objectif de préserver le capital.

11. Le pool d'investissement des fonds fiduciaires est constitué de trois portefeuilles modèles (appelés tranches) : un portefeuille de trésorerie (Tranche 0), qui comprend des dépôts bancaires et des placements dans des instruments du marché monétaire dont l'horizon d'investissement ne dépasse pas trois mois ; un portefeuille à horizon court (Tranche 1), qui augmente le choix des titres et a un horizon de placement d'un an maximum ; et un portefeuille à horizon plus long (Tranche 2) offrant un éventail plus large encore d'instruments et dont l'horizon va jusqu'à trois ans. Le pool d'investissement des fonds fiduciaires est géré activement de sorte que la probabilité de subir des rendements négatifs dans les Tranches 1 et 2 ne dépasse pas 1 % sur l'horizon de placement applicable. Ces portefeuilles modèles satisfont le goût pour le risque des fonds fiduciaires participants, permettant d'optimiser les rendements pour différents horizons de placement.

12. Sur des périodes prolongées, les rendements pour l'horizon plus long (Tranche 2) sont supposés être supérieurs à ceux attendus pour les tranches à horizon plus court (Tranches 0 et 1) du fait du niveau plus élevé de tolérance au risque et de la gamme plus large d'instruments. Par exemple, sur les cinq dernières années, un fonds fiduciaire ayant placé initialement 100 millions de dollars dans la Tranche 0 aurait obtenu un taux de croissance annuel composé² de 2,7 %, qui se serait traduit par un rendement cumulé d'environ 14 millions de dollars. Le même montant investi dans les Tranches 1 et 2 aurait donné respectivement un taux de croissance annuel composé de 3,7 % et 5,7 %, soit un *supplément* de rendement d'environ 6 millions de dollars et 13,5 millions de dollars, respectivement, par rapport au rendement obtenu avec la Tranche 0 pour le même placement initial de 100 millions de dollars.

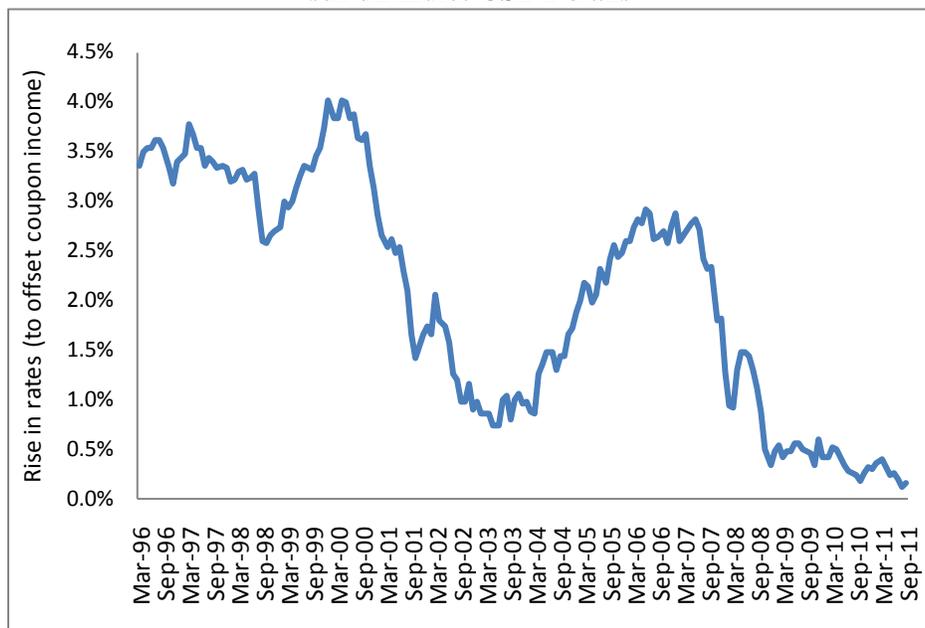
III. CONJONCTURE ACTUELLE DU MARCHÉ

13. L'environnement actuel du marché est complexe pour les investisseurs ayant à gérer des portefeuilles défensifs à revenu fixe. Le regain d'inquiétude suscité par les dettes souveraines et les répercussions sur le secteur bancaire ont entraîné une aversion des investisseurs pour le risque et une fuite vers la qualité. Les obligations d'État de haute qualité aux États-Unis et en Europe ont connu une forte demande, qui a fait descendre les rendements de ces instruments à des niveaux historiquement bas. Ces faibles rendements incitent les investisseurs institutionnels à vouloir protéger les portefeuilles à revenu fixe du risque d'une hausse des taux d'intérêt et de la dépréciation des obligations assorties de coupons à taux fixe qui en résulterait. Comme les taux d'intérêt sont proches des planchers historiques et que les rendements sont davantage susceptibles d'augmenter que de diminuer (toutes choses égales par ailleurs), le rendement total des actifs à revenu fixe risque d'être faible par rapport aux moyennes historiques.

² Le taux de croissance annuel composé représente le rendement annualisé lissé d'un placement sur une période donnée.

14. Des rendements bas en valeur absolue n'impliquent pas seulement des revenus de coupons moins élevés (du fait des taux de réinvestissement plus faibles) mais aussi une moindre protection contre une dépréciation éventuelle de l'investissement initial en cas de hausse des taux d'intérêt. La figure 1 montre l'ampleur de l'augmentation des taux d'intérêt qui serait nécessaire pour neutraliser entièrement le revenu procuré par les coupons sur un indice de bons du Trésor américain (UST) à 1-3 ans d'une durée d'environ deux ans (qui est la fourchette de maturité des obligations du pool d'investissement des fonds fiduciaires). Le graphique illustre deux faits importants : 1) l'ampleur de la hausse des rendements obligataires qui serait actuellement nécessaire pour neutraliser le revenu des coupons (environ 20 points de base) est à son plus bas niveau depuis plus de 25 ans ; 2) en 2006/7, elle était proche de 3 % (300 points de base) et les perspectives pointaient vers une baisse des taux compte tenu de la crise financière, c'est pourquoi la probabilité de rendements négatifs était plus faible qu'aujourd'hui.

Figure 1 : Hausse des rendements nécessaire pour compenser le revenu des coupons sur un indice UST 1-3 ans



15. D'après les prévisions actuelles des taux futurs à douze mois (qui reflètent approximativement l'évolution des taux d'intérêt anticipée par le marché sur un an), on peut s'attendre à ce qu'un indice de bons du Trésor d'une durée d'environ 1 an (similaire à celle du portefeuille de placement des avoirs des FIC) affiche un rendement nul dans une fourchette de +2 % à -3 %. Il est clair que ce scénario pourrait ne pas se réaliser et que les rendements pourraient être supérieurs ou inférieurs aux niveaux anticipés. Toutefois, il est important de noter que ce scénario reflète la vision qu'a le marché des perspectives de rendement des placements, et que la fourchette correspondante des rendements anticipés est inférieure aux taux de presque 4 % par an enregistrés entre 2006 et 2010.

IV. EXAMEN DE LA STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

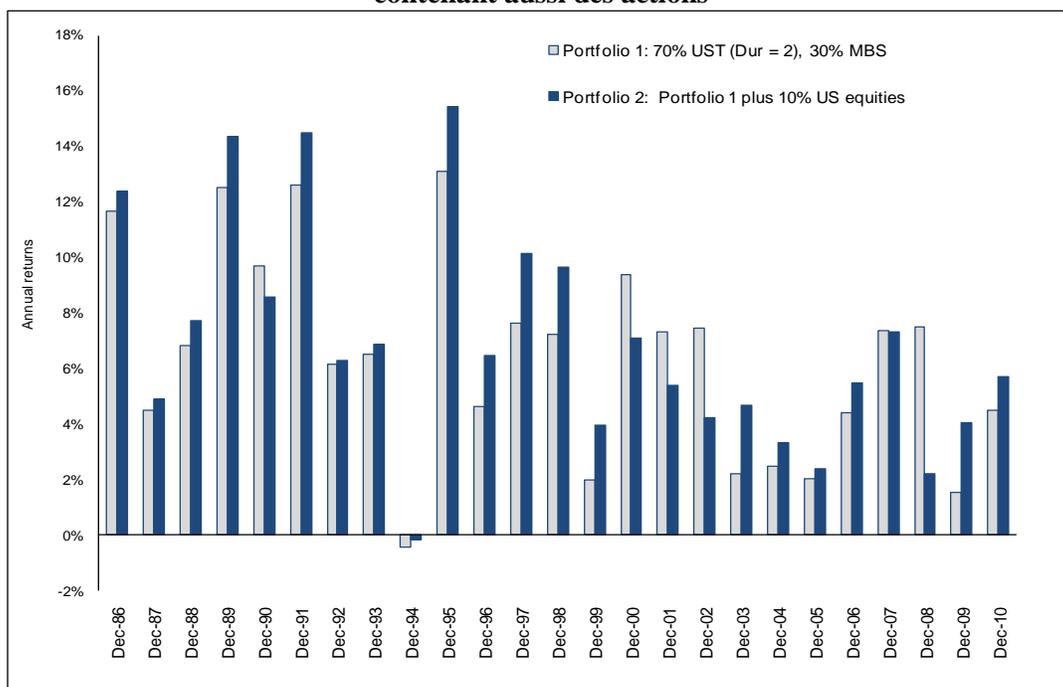
16. Certains FIF et fonds fiduciaires établis à la Banque mondiale ont des volumes de liquidités importants et stables sur une longue période (cinq ans). Pour élargir les possibilités offertes à ces clients, la direction de la Banque mondiale a élaboré un nouveau portefeuille modèle dans le cadre du récent examen de la stratégie d'investissement établie pour les fonds fiduciaires qui a été présentée au Conseil de la Banque mondiale et examinée et appuyée par son Comité d'audit. Cette nouvelle stratégie permet à la Banque mondiale de proposer une gamme plus large de classes d'actifs aux FIF et aux fonds fiduciaires admissibles, en ajoutant une quantité limitée d'actions de sociétés cotées en Bourse des marchés développés ainsi que plusieurs autres instruments à revenu fixe, tels que des TIPS (titres du Trésor protégés contre l'inflation) et des obligations des marchés émergents, à l'éventail actuel d'instruments autorisés. Les portefeuilles d'actifs liquides devraient ainsi profiter davantage des effets positifs de la diversification.

17. Le nouveau portefeuille modèle (Tranche 4) permettrait aux FIF et aux fonds fiduciaires admissibles de diversifier une partie de leurs placements en investissant dans un pourcentage limité d'actions. Plus précisément, la participation à la Tranche 4 serait proposée aux fonds satisfaisant les critères d'admissibilité suivants : i) participation à la Tranche 2 ; et ii) capacité à maintenir le montant alloué à une nouvelle tranche pendant au moins cinq ans. L'admissibilité à la participation à la nouvelle tranche sera réexaminée chaque année, conformément au processus d'examen de la stratégie d'investissement actuellement en vigueur.

18. La Tranche 4 serait caractérisée par un horizon de placement de cinq ans (contre trois ans maximum actuellement pour la tranche 2), gérée au même niveau de tolérance au risque que les tranches existantes sur le nouvel horizon de placement, et comprend un pourcentage limité d'actions. La nouvelle stratégie d'investissement s'appuie sur une analyse historique réalisée sur le rapport risque/rendement enregistré pour différentes classes d'actifs et sur le profil risque-rendement de différentes combinaisons d'actifs. Cette analyse, exposée aux annexes 1 et 2, démontre que les performances d'un portefeuille diversifié sont dans la plupart des cas supérieures à celles d'un portefeuille exclusivement à revenu fixe.

19. Un portefeuille plus diversifié, comprenant un pourcentage limité d'actions de sociétés cotées en Bourse, pourrait améliorer les rendements des placements à moyen et plus long terme. L'introduction d'un pourcentage limité d'actions de sociétés cotées en Bourse s'est révélée améliorer la performance des portefeuilles à revenu fixe à plus long terme du fait de la corrélation faible — et souvent négative — entre les deux classes d'actifs. La figure 2 ci-dessous montre que globalement, un portefeuille contenant un petit pourcentage d'actions a obtenu de meilleurs résultats qu'un portefeuille constitué uniquement de titres à revenu fixe sur 20 des 25 dernières années civiles.

Figure 2 : Comparaison entre un portefeuille uniquement à revenu fixe et un portefeuille contenant aussi des actions



20. L'exposition totale au risque actions pour les FIC dépendra du montant alloué à la Tranche 4. Le pourcentage d'allocation en actions à l'intérieur de la Tranche 4 sera probablement inférieur à 20 % à tout moment afin de respecter le niveau stipulé de tolérance au risque sur l'horizon de cinq ans. Par exemple, si les liquidités placées dans la Tranche 4 ne représentent pas plus d'un quart de l'ensemble des liquidités détenues par un fonds fiduciaire, l'exposition totale au risque actions pour un fonds admissible serait donc inférieure à 5 % du total des actifs du fonds. Globalement, le niveau d'exposition au risque actions serait modéré pour les fonds participant à la Tranche 4.

21. Les critères d'admissibilité à une participation à la Tranche 4 garantissent que tout fonds participant dispose de projections des flux de trésorerie démontrant que la probabilité qu'il ait besoin de tirer des fonds de la Tranche 4 durant les cinq années de l'horizon de placement est aussi proche de zéro qu'il est possible en pratique. En outre, les FIF ou les fonds fiduciaires participants devraient avoir un cadre de gestion financière capable de faire face à l'augmentation probable de l'instabilité des revenus des placements pendant la période de l'horizon. Cela signifie que, à un moment ou à un autre de l'horizon de cinq ans, on peut s'attendre à des niveaux de gain et de perte plus élevés sur les placements de la nouvelle tranche ; néanmoins, le rendement après cinq ans devrait, dans la plupart des cas, être supérieur à celui d'une tranche similaire composée uniquement de titres à revenu fixe.

22. Tous les placements du pool d'investissement des fonds fiduciaires à la Banque mondiale sont soumis aux pouvoirs généraux de placement de la BIRD et de l'IDA, qui autorisent la BIRD et l'IDA à conclure un ensemble défini de transactions, tant pour leurs propres portefeuilles que pour les fonds qu'elles gèrent pour le compte d'autrui

(notamment de fonds fiduciaires). Les placements réalisés pour des FIF ou des fonds fiduciaires qui sortent du cadre expressément autorisé par les pouvoirs généraux de placement de la BIRD et de l'IDA, notamment l'achat d'actions de sociétés cotées en Bourse des marchés développés, sont autorisés sous réserve d'instructions expresses données à la BIRD et/ou à l'IDA par les bailleurs de fonds ou les organes de direction des FIF et des fonds fiduciaires.

V. LE FTP ET LE SCF

23. Le montant total des actifs liquides des deux FIC s'élève à 2,7 milliards de dollars (dont 2 milliards pour le FTP et 0,7 milliard pour le SCF). Ces actifs sont investis dans les trois tranches de placements. Afin de maximiser les rendements, 60 % de ces actifs liquides sont alloués à la Tranche 2. Un niveau de liquidité prudent est conservé dans les fonds des FIC alloués aux Tranches 0 et 1. Ces soldes sont maintenus à un niveau permettant à l'Administrateur fiduciaire de satisfaire les besoins de décaissement des BMD sur une période d'un an.

24. Sur le total des actifs liquides des FIC, 1,3 milliard de dollars sont engagés par l'Administrateur fiduciaire au profit des BMD. Le solde sera en principe engagé dans les deux à trois prochaines années, au fur et à mesure que les comités des FIC approuveront des financements de projets. Une fois qu'un financement est approuvé par les comités des FIC concernés puis engagé par l'Administrateur, les fonds sont normalement transférés aux BMD sur les cinq à sept années suivantes. Ce décalage entre les engagements et les transferts aux BMD tient à la nature des projets d'investissement des FIC, qui ont des profils de décaissement de cinq à huit ans, tout comme les propres prêts des BMD dans le secteur des infrastructures.

25. Les FIC ne font partie du pool d'investissement des fonds fiduciaires que depuis 2009, c'est pourquoi on manque encore de recul pour démontrer les gains retirés de la participation à la tranche ayant l'horizon de placement plus long. Néanmoins, le tableau 1 donne une image du supplément de rendement obtenu par les FIC jusqu'ici grâce au placement d'une partie de leurs actifs liquides dans la Tranche 2, par rapport aux fonds fiduciaires n'ayant investi que dans les Tranches 0 et 1. Concrètement, cela signifie que le FTP, dont le solde moyen s'est établi en moyenne à 1 milliard de dollars depuis sa création, a gagné quelque 3,2 millions de dollars de plus qu'un portefeuille de placement plus défensif. De même, le SCF, en supposant un solde moyen de 360 millions de dollars, a gagné 0,6 million de dollars supplémentaires. Il convient de noter que la tranche ayant l'horizon d'investissement le plus long devrait générer des rendements plus élevés sur cet horizon (par exemple 3 ans) mais aussi plus instables sur des horizons plus courts.

Tableau 1 :
Comparaison des rendements des placements des FIC et de fonds fiduciaires ayant investi dans les Tranches 0 et 1

	CTF	SCF	T0 & 1 Funds
Since TF inception	2.62%	2.46%	2.30%
- excess returns	0.32%	0.16%	n/a

26. Compte tenu de l'horizon de décaissement relativement long des projets d'investissement au titre des FIC, évoqué plus haut, et au vu de l'analyse présentée aux annexes 1 et 2 (montrant que, dans la plupart des cas, les performances d'un portefeuille diversifié sont supérieures à celles d'un portefeuille constitué uniquement de titres à revenu fixe), les FIC pourraient gagner à placer une partie de leurs actifs liquides dans la Tranche 4.

27. Le FTP et le SCF satisfont aux critères d'admissibilité définis pour participer à la Tranche 4 : ils participent tous les deux à la Tranche 2 ; les deux ont des prévisions financières à cinq ans ou plus (à intervalles trimestriels) ; et les deux peuvent maintenir le montant alloué à la Tranche 4 pendant au moins cinq ans.

28. La participation à la Tranche 4 nécessite toutefois des instructions expresses du Comité conjoint FTP/SCF à la Banque mondiale. Si la participation à la Tranche 4 est approuvée par le Comité conjoint FTP/SCF, l'Administrateur fiduciaire allouera à la Tranche 4 un montant approprié de fonds des FIC, c'est-à-dire des sommes qui ne devraient pas avoir besoin d'être décaissées aux BMD avant cinq ans.

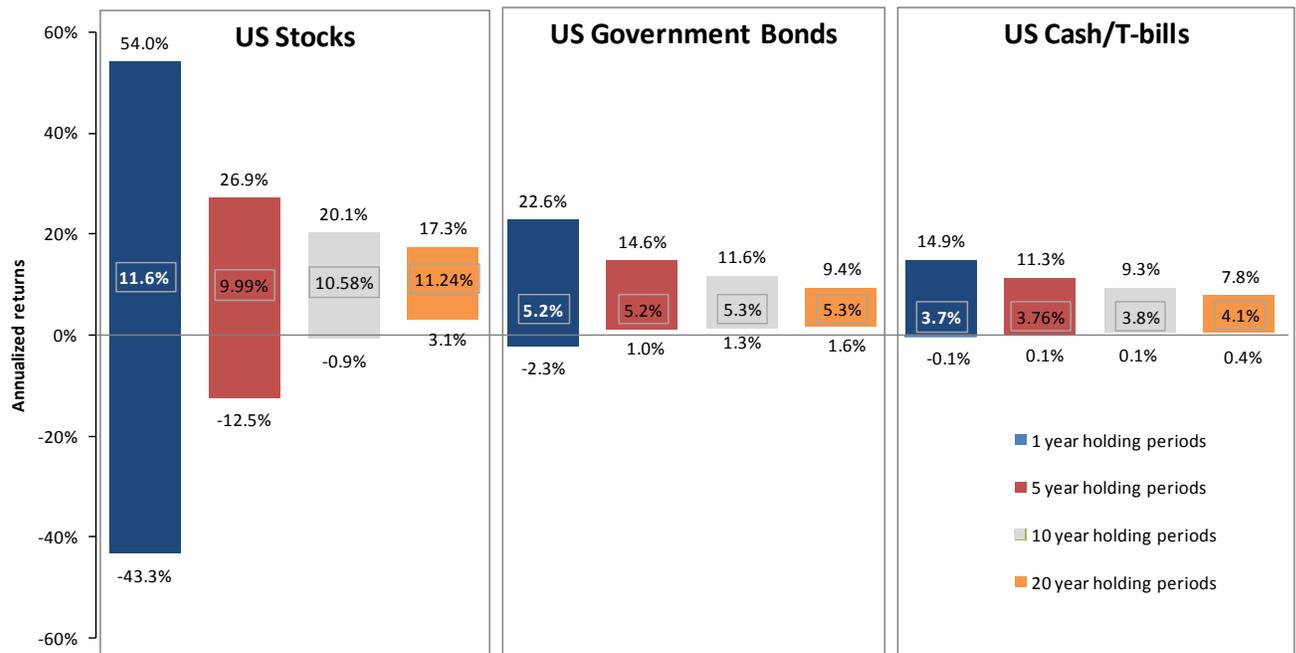
29. Tous les trimestres, la Banque mondiale examine les soldes de toutes les tranches de placements du pool d'investissement des fonds fiduciaires et les met en regard des flux de trésorerie prévisionnels de chaque FIF et chaque fonds fiduciaire. Au besoin, les montants alloués à chaque tranche sont rééquilibrés et ajustés de manière à faire correspondre les soldes et les besoins de trésorerie prévisionnels. L'Administrateur fiduciaire rend compte périodiquement au Comité conjoint FTP/SCF de la performance des placements et du niveau des allocations à chaque tranche dans son Rapport de l'Administrateur fiduciaire.

30. Si le Comité conjoint FTP/SCF approuve la participation des FIC à la Tranche 4, pour que cette tranche procure des gains maximum, le montant investi dedans devrait rester relativement stable au moins sur l'horizon de cinq ans. Il est important de rappeler à nouveau que si, par exemple, il est décidé d'allouer à Tranche 4 pas plus d'un quart du total des liquidités détenues par les FIC, l'exposition totale au risque actions pour les FIC serait inférieure à 5 % des actifs liquides de ces deux fonds fiduciaires.

Annexe 1 : Étude historique du rapport risque/rendement pour différentes classes d'actifs

1. Cette annexe présente un bref récapitulatif des rapports risque/rendement enregistrés par le passé pour différents types d'actifs libellés en dollars des États-Unis. La figure 3 illustre les grandes catégories de classes d'actifs que sont les actions, les obligations et les titres monétaires, et compare les fourchettes de rendements sur différentes périodes de détention. Les données historiques montrent que les titres monétaires et les obligations d'État (1-5 ans de maturité) ont enregistré des rendements moyens relativement stables sur diverses périodes de détention. D'un autre côté, les actions ont affiché les rendements moyens les plus élevés par rapport aux obligations et aux titres monétaires, mais aussi une variabilité beaucoup plus importante dans les rendements, qui diminue avec les périodes de détention plus longues. Ce constat est conforme à l'idée que les actions constituent un investissement valable à plus long terme. L'analyse montre qu'il est possible d'obtenir des rendements corrigés du risque supérieurs sur des horizons longs ; toutefois, l'instabilité des revenus est infiniment plus élevée sur les périodes plus courtes et doit être prise en compte.

Figure 3 : Fourchettes de rendements observés par le passé pour différentes classes d'actifs US



Note : La période considérée est 1926-2010.

Source : Ibbotson Associates jusqu'en 1978 seulement, puis Russell 3000, indice UST 1-5 Merrill Lynch, indice bons du Trésor américain 0-3 Merrill Lynch, Bloomberg.

2. Les classes d'actifs représentées à la figure 4 couvrent un éventail plus large d'actifs à revenu fixe ainsi que d'actions, examinés sur une période plus récente commençant en 1989. Dans la mesure où ces chiffres donnent les rendements de plusieurs classes d'actifs différentes, il faudrait, pour les comparer, les corriger des écarts de duration. Le tableau montre les rendements minimum et maximum sur des horizons de 1, 3 et 5 ans, ainsi que la fréquence des rendements négatifs pour ces périodes de détention. Toutes les classes d'actifs considérées ont enregistré des rendements négatifs sur un horizon d'un an, à l'exception des titres monétaires. En revanche, sur les horizons plus longs, seules les actions et obligations de sociétés ont enregistré des rendements négatifs sur un horizon de trois ans. Pendant la période étudiée, le niveau relativement bas du supplément de rendement apporté par les actions peut être attribué à « l'éclatement de la bulle financière spéculative » au début de l'année 2000 ainsi qu'à la dernière crise financière mondiale en date en 2008. Il convient de noter que le profil de risque-rendement de chaque classe d'actifs n'est pas le seul élément à prendre en compte, et qu'il est important d'évaluer les gains procurés par l'intégration de ces classes d'actifs dans un portefeuille. Par ailleurs, pour définir une stratégie d'investissement et d'allocation d'actifs, il est également nécessaire de tenir compte des mesures prospectives des rendements et des risques anticipés.

Figure 4 : Performance des marchés des actifs à revenu fixe et des actions US (1989-2011)

	1 Month Libor	Interm Govt Bonds	Corporate	G7 Hedged US Stocks	TIPS 1-10	US MBS	
Average Return	4.05%	7.21%	7.43%	5.99%	7.78%	6.20%	6.83%
Volatility	0.63%	5.70%	5.39%	3.27%	15.38%	4.65%	3.05%
1 year Min Return	0.26%	-6.02%	-14.32%	-3.04%	-44.85%	-6.35%	-1.61%
1 year Max Return	8.56%	21.52%	30.79%	16.62%	52.73%	16.64%	16.91%
1 year Freq Neg Return	0.00%	10.29%	10.29%	7.00%	24.28%	7.01%	2.88%
3 Year Min Return	0.90%	0.44%	-1.92%	1.36%	-14.36%	2.70%	2.97%
3 Year Max Return	6.50%	17.03%	17.36%	15.84%	38.14%	13.63%	14.31%
3 Year Freq Neg return	0.00%	0.00%	0.91%	0.00%	28.31%	0.00%	0.00%
5 Year Min Return	3.59%	5.98%	2.59%	3.86%	-1.99%	5.18%	5.77%
5 Year Max Return	8.18%	16.34%	17.34%	15.22%	44.00%	13.06%	14.15%
5 Year Freq Neg return	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	15.30%	0.00%	0.00%

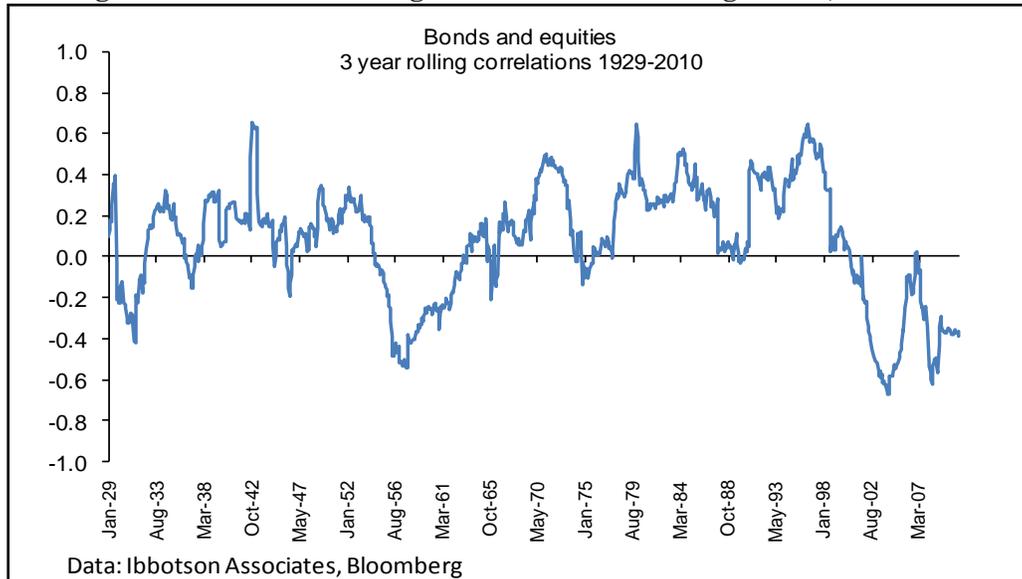
Note : Les rendements des TIPS sont réels à partir de 1997. Les rendements ne sont pas corrigés des écarts de duration.

Source : Bloomberg, indices Merrill Lynch, Barclays Capital.

Annexe 2 : Profil risque/rendement de différentes combinaisons d'actifs

1. À partir d'une analyse historique, cette annexe illustre les gains potentiels procurés par la diversification d'un portefeuille avec différentes combinaisons d'actifs. Le principe de la diversification est de « ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier » et de répartir les sources de risque et de rendement. Les actions s'avèrent améliorer la performance des portefeuilles à revenu fixe à plus long terme en raison de la corrélation faible et souvent négative entre les deux classes d'actifs (voir figure 5), en particulier parce que la performance des deux classes d'actifs varie à des stades différents du cycle économique.

Figure 5 : Corrélations obligations-actions sur 3 ans glissants, 1929-2010

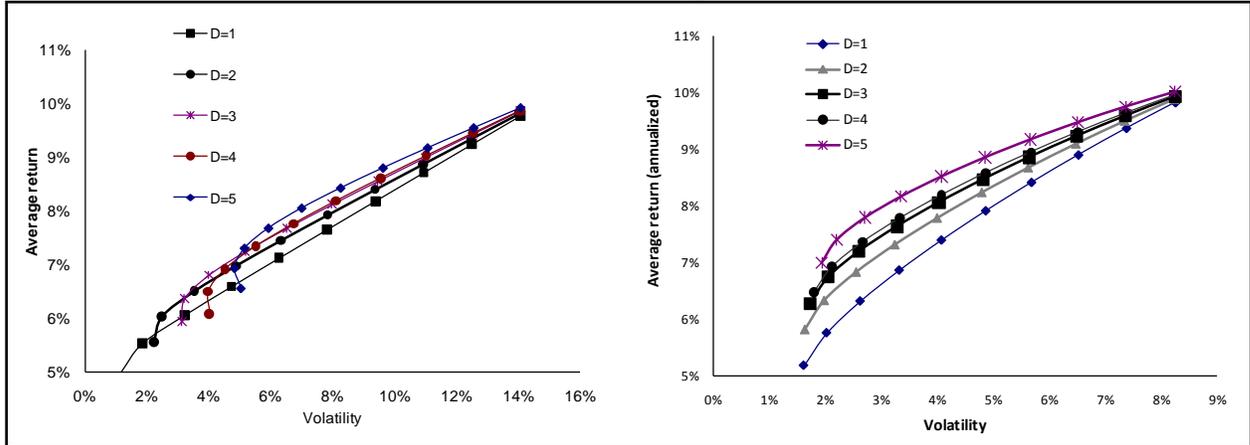


2. Les illustrations de la figure 6 montrent différents portefeuilles constitués de combinaisons d'actions (par incréments de 10 %) et d'actifs à revenu fixe de différentes durations. L'intégration d'actions, à hauteur de 20 % maximum, à un portefeuille ne comportant que des titres à revenu fixe a produit des rendements moyens légèrement supérieurs pour un niveau donné de risque. Par ailleurs, les actifs à revenu fixe d'une durée plus longue peuvent supporter une allocation plus importante en actions avec les mêmes contraintes de risque. Il est intéressant de noter que sur toute la période considérée, la fréquence des rendements annualisés négatifs sur une période de détention de 5ans est restée relativement faible avec des allocations en actions inférieures à 40 %. En outre, le moins bon rendement annualisé sur un horizon de 5 ans est amélioré avec des pourcentages d'actions allant jusqu'à 20 %.

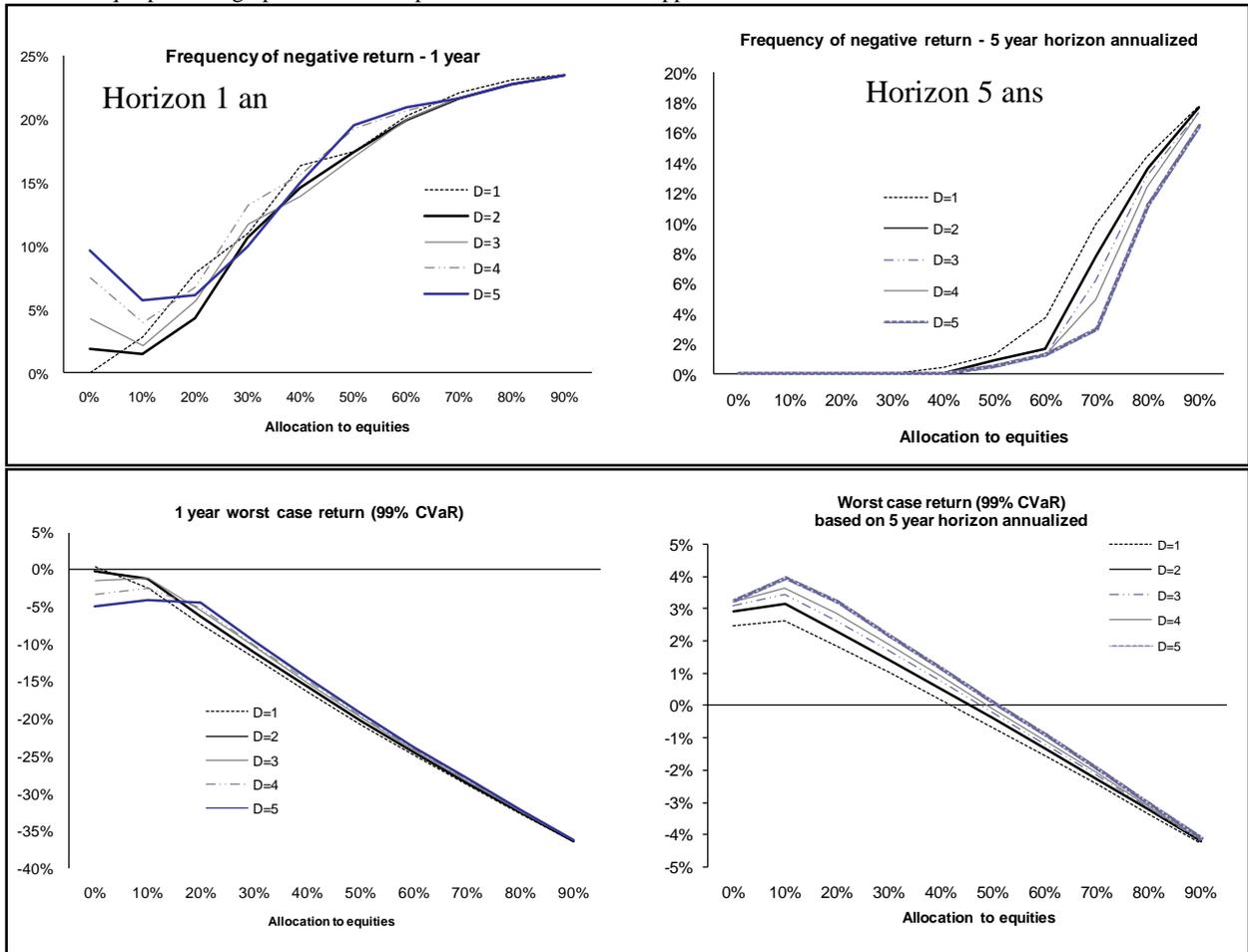
3. Comme il a été dit plus haut, la définition d'une stratégie d'investissement et d'allocation d'actifs nécessite d'étudier les mesures prospectives des rendements et des risques anticipés. Il est important de noter que les projections sont basées sur certaines hypothèses. Par exemple, les estimations des spécialistes et des praticiens sur la prime de risque des actions US varient entre 0 % et 6 % sur des périodes de 10 ans. Dans le cas de courbes de rendement inchangées, l'ajout de 10 % d'actions US pourrait permettre d'obtenir un supplément de rendement d'environ 0,4 % par an sur 5 ans, par rapport à un

portefeuille uniquement à revenu fixe d'une durée de 3 ans, en partant d'une prime de risque actions de 3 % par rapport aux bons du Trésor américain à moyen terme. Il est important de noter que les rendements réels varieront avec les conditions du marché.

Figure 6 : Performances passées d'une combinaison d'actions US et de titres à revenu fixe de différentes durations, sur différentes périodes de détention

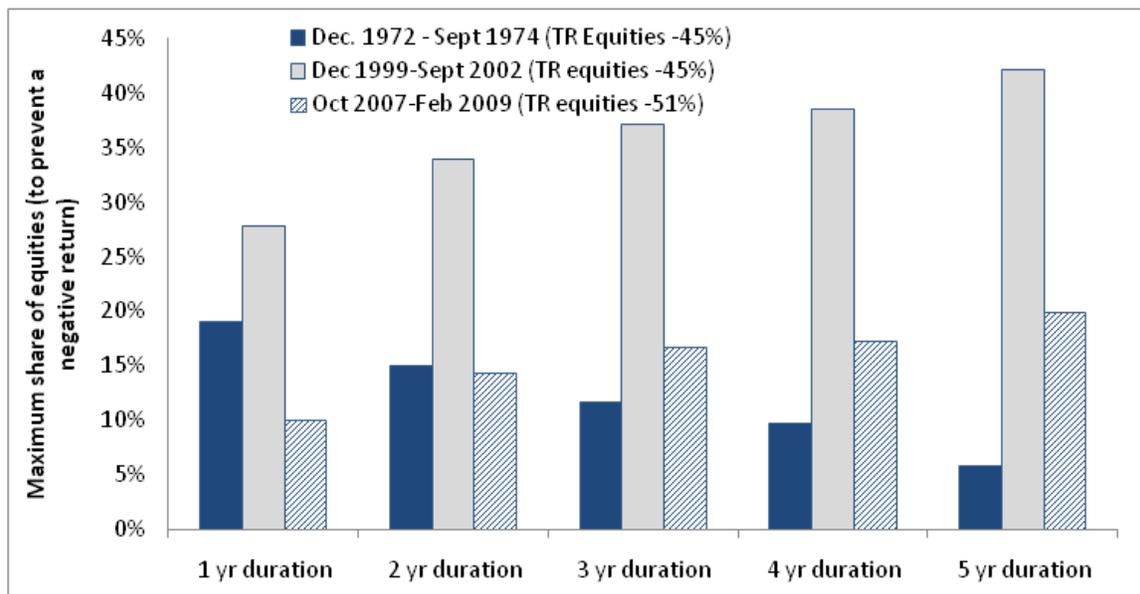


Note : Chaque point du graphe ci-dessus représente une allocation supplémentaire de 10 % en actions.



4. La figure 7 est basée sur les données historiques pour un portefeuille d'actions US et de bons du Trésor US de différentes durations. Le graphique montre l'allocation maximum en actions qui aurait produit un rendement non négatif (proche de zéro) pour l'ensemble du portefeuille à des périodes où les rendements des actions US étaient en très forte baisse. Les résultats montrent que dans la plupart des cas, cette allocation maximum en actions US a été supérieure à 10 % pour les portefeuilles de bons du Trésor US de courte durée (environ 3 ans ou moins).

Figure 7 : Allocation maximum en actions US qui aurait produit un rendement de portefeuille non négatif pendant les périodes de forte baisse des rendements des actions



Note : Sur la base de revenus non annualisés pour des périodes de plus d'un an.
 Source : indices des bons du Trésor américain Merrill Lynch, actions US MSCI.

5. La figure 8 montre les rendements sur l'année civile pour un portefeuille composé uniquement de titres à revenu fixe (portefeuille 1) avec la même allocation d'actifs que la Tranche 2 du portefeuille TFUND (70 % de bons du Trésor US et 30 % de MBS US), et pour un portefeuille comparable avec une allocation de 10 % en actions US (portefeuille 2). À noter qu'avec cette allocation, le portefeuille 2 comprenant des actions n'a pas enregistré plus d'une année civile de pertes au cours des 25 dernières années. Néanmoins, il y a eu plusieurs périodes où la performance du portefeuille 2 a été moins bonne que le portefeuille uniquement à revenu fixe (portefeuille 1).

Figure 8 : Rendement annuel d'un portefeuille composé à 10 % d'actions US et à 90 % de bons du Trésor américain 1-5 (UST)

