



Chers Délégués, bien chers hôtes,

C'est avec grand plaisir que je vous souhaite aujourd'hui la bienvenue ici au Gundeldinger Feld pour notre Assemblée des Délégués anniversaire.

Croyez bien qu'à l'occasion de notre 25^{ème} anniversaire, j'aurais aimé pouvoir vous présenter un excellent bilan de clôture.

Mais le destin en a décidé autrement. J'avais déjà tenté de décrire lors de notre dernière Assemblée des Délégués les raisons qui avaient contribué à mener au fiasco que nous découvriions alors. La semaine qui suivit l'Assemblée me fait aujourd'hui l'effet d'avoir été de la pure panique. La banque d'affaires Lehman Brothers déclarait faillite. Et ceci a été la goutte qui a fait déborder l'ensemble du système financier pour l'amener à la limite du collapsus. On pensait en fait que les grandes banques allaient recevoir un soutien de la part de l'État. C'est d'ailleurs ce qui se fit ensuite dans le monde entier. Même chez nous, où l'UBS était à deux doigts de la faillite, la Confédération est intervenue et la Banque nationale a repris les titres aujourd'hui qualifiés de toxiques. Il s'agit de titres de placement sans valeur ou à valeur réduite.

Mais soudain, l'une des très grandes banques s'effondrait et tout le monde se demandait à qui viendrait ensuite le tour.

On peut se demander, comme beaucoup l'ont fait ces derniers mois, pourquoi Henry Paulson, le ministre des Finances américain, a poussé Lehman Brothers à la faillite.

L'auteur américain Matt Taibbi a publié en juillet 2009 une série d'articles sur Goldman Sachs qui ont suscité de vives réactions aux États-Unis. Il y accuse la banque d'affaires Goldman Sachs d'être régulièrement responsable avec d'autres depuis la Grande Dépression de manipulations du marché et de crises économiques.

Dans son article, il décrit le rôle joué par Henry Paulson, le ministre des Finances américain. De 1999 à 2006, Henry Paulson était président et directeur général de la banque d'affaires américaine Goldman Sachs, la grande rivale de Lehman Brothers. En 2006, il fut appelé par Bush au ministère des Finances fédéral. Bien que Henry Paulson ait arrangé lors de l'été 2008 le sauvetage de Bear Sterns et aidé les établissements financiers quasi-privés Fannie Mae et Freddie Mac à se tirer du borbier, il laissa aller à la faillite en septembre 2008 le dernier concurrent sérieux de Goldman Sachs, Lehmann Brothers. Le jour suivant, Paulson donnait le feu vert au déblocage de 85 milliards en faveur d'AIG, premier assureur mondial. AIG s'était retrouvée en mauvaise posture après avoir accordé des assurances de crédit sur des produits de pacotille et s'être vue poursuivie par les acquéreurs de ces assurances. Sur ces 85 milliards de dollars, 13 milliards allèrent directement à Goldman Sachs pour le remboursement de dettes contractées par AIG chez cette dernière.

La faillite de Lehman Brothers, on le sait aujourd'hui, n'aurait pas été nécessaire. Naturellement, Lehman Brothers aurait essuyé des pertes considérables du fait de ses activités. Mais Monsieur Paulson s'est très certainement livré ici à un petit jeu bien spécial.

L'article de Matt Taibbi a été publié pour la première fois en allemand dans la WOZ du 13/8/2009 et sa lecture est très instructive.

La faillite de Lehman Brothers a été le bouquet final marquant le début de l'immense défiance des banques entre elles. Les liquidités s'effondrèrent. Les banques cessèrent de se prêter de l'argent. Elles préféraient le stationner auprès des banques centrales. Les établissements bancaires, parfois publics, qui avaient l'habitude de refinancer leurs emprunts à long terme avec des titres à court terme des marchés monétaires, n'obtenaient plus d'argent et durent emprunter à l'État.

Les cours des actions s'effondrèrent. Les emprunts sans garantie publique, en plus des emprunts bancaires et des emprunts industriels, subirent des pertes massives. Les devises connurent des fluctuations considérables entre elles. Des pays entiers firent face à de terribles difficultés. L'Islande, les États baltes, certains pays de l'Est, se virent soudain coupés des flux monétaires. La faillite de toutes les banques islandaises coûta aussi à la Fondation Abendrot 1,7 million de francs suisses, car nous avions une obligation de ce montant en dépôt auprès de la banque nationale islandaise. L'avenir montrera si la nationalisation se traduira par des remboursements et si nous pourrions récupérer au moins une partie de ces fonds.

Le reste de l'histoire est connu. Les banques centrales injectèrent et injectent encore des milliards dans le marché financier. Les effets éventuels sur une future inflation ne sont toujours pas clairement établis. Les taux d'intérêt demeurent extrêmement bas. La discussion sur les bonus bancaires n'est pas non plus terminée. Le versement de bonus a repris, parce qu'on ne souhaite pas que les merveilleux managers soient débauchés par d'autres banques. Quelle ironie ! Les gens qui nous ont mis dans ces beaux draps sont apparemment irremplaçables. Est-ce le prix à payer pour le capitalisme ?

Les Bourses également se sont rétablies. On recommence à se prêter de l'argent. Même les banques russes obtiennent à nouveau des prêts.

Mais il ne faut pas croire que de telles situations ne se reproduisent pas régulièrement dans l'histoire de l'humanité. La semaine dernière, je suis tombé par hasard sur une histoire datant de l'an 33 apr. J.-C. L'historien romain Tacite (Publius Cornelius Tacitus) écrivit vers 110 apr. J.-C. ses célèbres « Annales ». Il y décrit une crise financière qui se produisit sous l'empereur Tibère en l'an 33 : « Tout à coup, l'ensemble du système des prêts fut ébranlé, il se produisit une pénurie sur le marché de l'argent. Malencontreusement, rapporte Tacite, les capitalistes avaient dépensé tout leur argent pour l'achat de terrains et ne possédaient plus de liquidités. Lorsque les créanciers résilièrent leurs crédits, un grand nombre de propriétaires fonciers durent vendre leur bien à des prix dérisoires.

L'offre massive du côté de la vente fit baisser les prix et plus un propriétaire était endetté, plus il était difficile de l'amener à vendre. L'empereur finit par intervenir. Il mit à la disposition des banques cent millions de sesterces, qui permirent de contracter des prêts sur trois ans sans intérêts à condition d'apporter en garantie des terrains d'une valeur double du prêt demandé. C'est ainsi que le crédit (de « croire ») fut restauré, et peu à peu réapparurent des bailleurs de fonds privés. Comme le monde n'était à l'époque pas encore aussi imbriqué qu'aujourd'hui, le problème demeura confiné à l'empire romain.

Mais passons maintenant à un autre sujet.

La NZZ du 14/8/2009 a publié dans sa partie économique un article intitulé :

La décennie perdue, performance globale des actions suisses de 2 % seulement sur la période de 1999 à 2008.

Je puise ici amplement dans cet article.

La décennie qui va de début 1999 à fin 2008 n'a pas été bonne pour les investisseurs en actions. Les actions suisses enregistrèrent un résultat total avant impôts de 2 %, les obligations en revanche de 40 %. Comme le montrent les données historiques, aucun autre période de dix ans entre 1955 et 2008 n'a été aussi mauvaise pour les actions que la période 1999 à 2008.

Il n'est d'ailleurs pas rare que l'actionnaire n'obtienne même pas un résultat total positif au tout début d'une décennie. Compte tenu d'hypothèses standard, la probabilité qu'un résultat

total de décennie soit inférieur à zéro est de plus de 10 %. Pour ce qui est de l'avenir, nous ne devrions pas nous étonner s'il nous arrivait de subir trois décennies difficiles de suite, après avoir tiré cinq fois d'affilée des cartes gagnantes avec d'importants bénéfices sur les cours.

Mais cela nous laisse tout de même un arrière-goût amer, puisque les banques nous ont toujours assuré qu'un actionnaire pouvait compter sur 8 à 10 % annuels. On nous a aussi toujours dit qu'on pouvait compter sur un revenu annuel supérieur de 4 à 5 % à celui d'obligations.

Effectivement, les données des principaux marchés ont été reconstituées jusqu'au début de l'année 1926. Les rendements indiqués sont attrayants pour les investisseurs, si tant est qu'ils ne se laissent pas démonter par les grands effondrements de la crise économique mondiale (de 1929 à 1931), par la période comprise entre 1960 et 1975, ni précisément par la décennie de 1999 à 2008. Les données des marchés financiers antérieures à 1926 sont entre-temps également disponibles, mais l'administrateur de patrimoine se gardera bien de les montrer à ses clients. La Première guerre mondiale avait entraîné de fortes déflations dans de nombreux pays. Les pertes furent immenses.

Les revenus d'actions réalisés à partir de 1950 ne sont peut être pas véritablement fondés, mais le résultat de l'affluence de vastes catégories d'investisseurs qui ont fait monter le prix des actions. Comme de tels facteurs n'ont pas une valeur durable, l'historique des revenus des 60 dernières années donne un tableau beaucoup trop optimiste.

Certains économistes pensent qu'il a pu y avoir dans le passé des évolutions positives inattendues. On peut en effet associer la période de croissance de 1940 à 1961 à la diffusion de produits d'usage privé (télévision, auto, réfrigérateur), et celle des années 1982 à 2000 aux ordinateurs personnels, à la téléphonie mobile et à l'Internet. Dans ces deux cas, de nouveaux produits ont modifié la société en profondeur. Ainsi les rendements historiques des actions ont-ils été l'une des conséquences de poussées d'innovation imprévues.

Par conséquent, on ne pourra s'attendre à des revenus d'actions élevés dans les décennies à venir qu'en présence d'un nouveau courant d'innovations et de nouveaux produits, que ce soit dans le domaine de l'énergie, du trafic ou de l'infrastructure de nos villes.

Voilà en gros la teneur de cet article de la Neue Zürcher Zeitung du 14/8/2009.

Qu'est-ce que cela signifie pour notre caisse de pension ?

Avant la publication de l'article cité, nous nous étions déjà demandé au Conseil de Fondation s'il valait encore la peine pour notre institution de détenir des actions. Les gains sur les cours réalisés ces dernières années s'étant évaporés en six mois, entraînant ainsi une insuffisance de couverture sensible, nous devons nous poser la question.

Rétrospectivement, nous n'avons pas réalisé de bénéfice sur nos placements en actions pendant l'ensemble de la période, ou alors le bénéfice comptable s'est vu annulé par les pertes comptables.

Dans ce contexte, Hans-Ulrich Stauffer, notre gérant, a demandé à la banque Sarasin de nous établir une rétrospective des performances des actions pour la période de 15 ans (moment à partir duquel nous avons commencé à faire des placements en actions) jusqu'à la période de 3 ans.

Les placements en actions sont en effet justifiés par le fait que, contrairement aux obligations, ils atteignent une performance supérieure à la moyenne et augmentent ainsi le revenu

total de l'institution de prévoyance. On notera aussi que l'évolution des actions est régulièrement exprimée par des indices usuels qui remontent aux années de la crise économique mondiale des années 1920.

Ces séries statistiques tiennent compte du boom ayant suivi la crise de 1929, de même que du boom ayant suivi la Deuxième guerre mondiale et de la prospérité économique des années 1960.

Si l'on examine toutefois les évolutions des indices des actions au cours des dernières années, c'est-à-dire sur une période plus courte, on aboutit à des résultats étonnants :

les indices des actions sur une période de 15 ans sont pour la plupart négatifs. Les Bourses sont certes caractérisées par une volatilité élevée, mais seul un timing tactique permet d'obtenir des résultats véritablement positifs (autrement dit vente rapide à la hausse et rachat à des cours plus bas).

Pour la période de 1999 à 2008 (pendant laquelle nous avons constitué nos grands portefeuilles d'actions), nous enregistrons une performance annuelle de -0,71 % pour les Actions Suisse, de -2,16 % pour les Actions Europe et de -3,14 % pour les Actions Monde.

Pour nous au Conseil de Fondation, nous nous demandons s'il est encore opportun de nous engager sur le terrain des actions. **Grâce aux gains réalisés sur les cours ces derniers mois, nous avons à nouveau atteint une performance de 7,35 % fin août et un taux de couverture positif d'env. 102 %.** Ce taux de couverture positif peut néanmoins se transformer très vite en insuffisance de couverture.

Nous ne savons absolument pas si nous avons définitivement surmonté cette crise financière, ou plus exactement cette crise économique mondiale. Les experts veulent certes nous faire croire que le pire est passé, mais ils n'en savent naturellement rien.

Ne serait-il pas plus raisonnable de reprendre nos gains de cours (certaines actions sont malgré tout remontées de 30 à 50 % cette année) et de réinvestir ces fonds dans des placements qui assurément ne produisent qu'un revenu beaucoup plus faible, mais qui sont constants comme c'est le cas des biens fonciers ?

Ne me faites pas dire ce que je n'ai pas dit. Je ne demande pas que nous nous retirions entièrement des actions. Mais en tant que caisse de pension, nous devons veiller à avoir des revenus réguliers. Nous ne pouvons pas réduire les pensions parce que nous gagnons moins à cause d'importantes pertes sur les cours. Si les deux années à venir devaient encore amener de grosses pertes, nous nous retrouverions rapidement avec une insuffisance de couverture qui pourrait déboucher sur des mesures d'assainissement. Étant donné les risques, nous avons déjà renoncé au dollar américain et à la livre sterling. Ne serait-il peut-être pas plus raisonnable de ne participer qu'à quelques sociétés choisies, qui nous tiennent à cœur notamment sur le plan de la durabilité ?

Je sais que pour une caisse de pension, ce sont là des propositions qui frisent l'hérésie. Le dogme du placement en actions et de la diversification règne en maître. Mais nous avons bien le droit de demander ce qu'en fin de compte les placements en actions nous ont apporté ? À quoi nous servent des gains annuels de par exemple 30 % sur des actions, que nous ne pouvons pas reverser à nos assurés, mais que nous devons mettre de côté en nous contentant de regarder comment ces gains sont réduits à néant au cours des années suivantes ?

Au cours des prochaines réunions du Conseil de Fondation, nous discuterons sur la manière de pondérer à l'avenir les placements en actions et sur la question de savoir si une adapta-

tion de notre stratégie d'investissement est nécessaire. Nous vous tiendrons naturellement informés.

Pour le reste, l'année écoulée a demandé beaucoup de travail au Conseil de Fondation. Les placements en actions ont bien sûr été le sujet dominant.

Les mauvaises nouvelles qui se sont succédées nous ont maintenus en haleine. À la fin de l'année, l'acquisition du complexe Sulzer à Winterthur a amené un grand rayon de lumière. Je souhaite féliciter ici tous ceux qui ont participé aux difficiles négociations d'achat pour avoir finalement réussi à acquérir pour notre Fondation cette magnifique aire industrielle.

Les autres matières ont été inscrites à l'ordre du jour. Le manuel remanié a été adopté après divers amendements, le contrôle de gestion des catégories d'investissement a été amélioré, le règlement des liquidations partielles adapté, enfin le taux d'intérêt technique et le taux de conversion ont donné matière à plus d'une discussion. Mais dans toutes les réunions, la situation économique et ses effets sur nos placements d'actifs ont toujours constitué un sujet de conversation essentiel.

J'espère que le plus difficile est derrière nous et que je pourrai vous apporter de meilleures nouvelles l'année prochaine. Notre décision de ne pas engager de mesures d'assainissement qui auraient été à la charge des employeurs et des employés s'est avérée la bonne.

Il ne me reste plus qu'à remercier tous les collaborateurs, les membres de la Section Immobilier et mes collègues au Conseil de Fondation pour leur immense engagement.

Je vous souhaite à tous une agréable Assemblée et serais heureux de vous retrouver nombreux ce soir à notre petite cérémonie d'anniversaire.