

# Fonds de pension & obligations longues

YVAN DATTIER

FICHE OUVERTE LE  
26 nivôse 230  
15 janvier 2022

mise à jour le  
16 janvier 2022

Voir nos autres  
« fiches ouvertes » :  
[ici](#)

[1] De nombreux fonds de pension se trouvent actuellement dans une situation ubuesque: alors que les cours des actifs financiers (actions, obligations, immobilier...) sont au plus haut, les capitalisations de ces fonds s'avèrent insuffisantes pour garantir le niveau de pension promis ou doivent même geler, voire baisser, les montants versés.[{1}](#)

[2] De 2017 à 2020, l'Autriche a vendu des obligations à 100 ans à des taux extrêmement bas (mais pas négatifs) et la demande avait été supérieure à l'offre. Parmi les acheteurs se trouveraient des fonds de pension contraints par leur régulation nationale.[{2}](#)

[3] Le cours des obligations évoluant mécaniquement en sens inverse de leur rendement, la moindre hausse des taux d'intérêt a un impact terrible sur le cours des obligations centenaires. Par exemple, entre le 4 janvier et le 17 février 2021, le taux d'intérêt à 10 ans des *treasuries* états-unienues a monté de 0,92% à 1,27%, et les cours des obligations centenaires vendues par l'Autriche en 2020 ont baissé entre 20% et 30% selon les sources ([ici](#), deuxième graphique vs. [ici](#), premier graphique).[{3}](#)

[4] La volatilité des cours des obligations centenaires due à leur durée signale de façon caricaturale un problème qui, dans une mesure moindre mais non négligeable, affecte aussi des obligations à durées moins longues.

[5] La régulation évoquée en [\[2\]](#) était bien intentionnée mais formulée à un moment où personne ne prévoyait la situation inédite de l'énorme masse d'obligations à taux négatifs émises ces dernières années. Elle serait sans doute à revoir à la lumière des évolutions récentes.

[6] L'idée que les obligations sont un stabilisateur des portefeuilles d'actifs financiers n'est pas toujours valide.[{4}](#)

*Notabene* Ce texte ne prétend pas que le problème qu'il évoque serait le seul facteur des déboires de maints fonds de pension.

## NOTES

[{1}](#) En France, les montants des retraites versées par l'AGIRC-ARRCO sont à peu de choses près gelés depuis au moins douze ans (voir le tableau des revalorisations annuelles depuis 2010 [ici](#)).

Aux Pays-Bas, avant la chute boursière de mars 2020, les quatre principaux fonds de pension avaient une capitalisation à peine suffisante pour garantir les retraites à venir ([ici](#)). En novembre 2021, l'indice phare de la Bourse d'Amsterdam était monté de 30% par rapport à son record de février 2020 (celui des entreprises moyennes de 12%) et pourtant ces mêmes fonds de pension ne

peuvent pas augmenter les retraites (<sup>ici</sup>, dernier alinéa en contradiction avec le titre) alors que l'inflation s'emballe.

Aux États-Unis, le système des retraites accumule les catastrophes. Se basant sur un rapport de Moody's Investors Service, le *Wall Street Journal* titrait un article: «The Pension Hole for U.S. Cities and States Is the Size of Germany's Economy» (<sup>ici</sup>) le 30 juillet 2018:

«A technology-led stock market boom in the late 1990s produced a brief period of surpluses in pensions, according to figures from Pew, before deficits began to creep higher in the mid 2000s. Deficits accelerated following the 2008 financial crisis, which caused steep losses for many funds just as large numbers of baby boomers began to retire. [ ] not even a nine-year bull market in stocks could close that gap.»

En 2019, «Multiple cities in Illinois are forced to cut police, fire departments and other city services to fund pension plans» (<sup>ici</sup>). La situation semble devoir s'aggraver (<sup>ici</sup>). Le Congrès sera sans doute contraint d'intervenir avec de plus en plus d'argent des contribuables (<sup>ici</sup>).

{2} À propos de la vente de juin 2019, Martin ARMSTRONG remarquait:

«Why would anyone in their right mind buy a 100-year bond for 1%? The buyers appear to be pension funds who MUST own government debt as a matter of law. [ ] There is a serious problem brewing where as a matter of law pension fund must buy government paper and at low rates, the pension funds face massive failures going into the next 6 years» (<sup>ici</sup>).

Cette remarque oublie un aspect: une partie au moins des fonds de pension qui ont acheté ces obligations libellées en euros est sans doute étrangère à la zone euro et parie sur une baisse relative de la monnaie de leur pays. Il n'en reste pas moins que la moindre hausse des taux d'intérêt en euros aurait mécaniquement un impact négatif sur le cours de ces obligations qui pourrait être supérieur au gain monétaire.

À la même occasion, le quotidien *Les Échos* signalait:

«C'est un nouveau signe de la frénésie qui s'est emparée des investisseurs sur le marché obligataire. Après le taux à 10 ans français passé en territoire négatif, et celui de l'Allemagne qui a touché un nouveau plus bas historique -0,332 % ce mardi, le rendement autrichien à 100 ans connaît à son tour une chute vertigineuse. [ ] Lorsque l'Autriche avait lancé son opération inaugurale à 100 ans en septembre 2017, pour 3,5 milliards d'euros, elle avait concédé aux investisseurs un rendement de 2,12 %. Déjà, à l'époque, les livres d'ordres avaient atteint 11 milliards d'euros, signe de l'engouement des marchés. Depuis, celui-ci ne s'est pas démenti. Les obligations centenaires autrichiennes sont tellement recherchées que leur valeur a augmenté de 60%. Leur taux, qui baisse quand le prix des titres monte, est ainsi tombé à 1,13 %, selon Bloomberg. [ ] Il n'est donc pas étonnant que Vienne sollicite de nouveau le marché obligataire sur un siècle. La demande devrait être au rendez-vous. Les investisseurs sont en effet désespérément à la recherche de titres sûrs, offrant malgré tout du rendement. Notée Aa1/AA+, l'Autriche offre une solidité attractive pour les gérants. Et, dans un univers de taux de plus en plus négatifs - une situation qui concerne désormais 13.000 milliards de dollars de dette dans le monde - percevoir 1,2% par an semble justifier à leurs yeux le risque pris sur une maturité aussi longue» (<sup>ici</sup>).

Dans une tribune parue dans *Le Monde* du 22 janvier 2021 (<sup>ici</sup>), George SOROS suggérait à une partie de l'Union européenne d'émettre des obligations perpétuelles. De telles obligations se comportent autrement que des obligations centenaires, mais la remarque suivante explique la forte demande pour les obligations autrichiennes évoquées ici: «En Europe, il existe de nombreuses demandes insatisfaites d'obligations à long terme de la part de compagnies d'assurances et d'autres investisseurs à long terme.»

Certains commentaires de lecteurs à cette tribune de SOROS sont intéressants. En particulier, deux d'Henri STERDYNIAK montrent comment son dogmatisme le mène au déni de réalité:

«Henri\_\_Sterdyniak 23/01/2021 - 12h19

Proposition sans intérêt (désolé pour ce jeu de mot): les investisseurs demanderaient des taux d'intérêt importants pour acheter une dette perpétuelle, dont la valeur est l'inverse du taux d'intérêt. Un titre émis à 100 qui rapporterait 1% de taux d'intérêt ne voudrait

plus que 33 si le taux d'intérêt courant est de 3% : qui prendrait le risque d'acheter un tel titre?

pm42 23/01/2021 - 13h42

Et pourtant, elles existent déjà et sont vendues. On achète déjà des obligations sur plusieurs décennies et de ce point de vue, les perpétuelles sont juste un peu plus longues vu qu'on a tendance à les considérer comme payant pendant 99 ans quand on les valorise. Les obligations longues sont notamment un outil utile pour les portefeuilles d'épargne-retraite et on gère bien les variations de taux quand c'est nécessaire mais ils n'ont pas d'impact fort sur les flux et c'est eux qui sont importants.

Henri \_\_ Sterdyniak 23/01/2021 - 17h47

Il n'existe plus d'obligations perpétuelles. La question est: À quel taux seront-elles émises? Si par exemple c'est 4%, l'État devra payer pour une dette de 3000 milliards 120 milliards par an en charge d'intérêt au lieu de 30 actuellement. Si c'est à 1% aucun assureur ne prendra le risque d'être collé avec ce genre de titre si les taux remontent. »

Les taux évoqués par STERDYNIAK ne correspondent à rien de réel: au 5 mars 2021, le taux des obligations d'État à 50 ans était de 0,8% et l'extrapolation de la courbe des taux indiquait 2,72% pour une hypothétique obligation à 300 ans <sup>(ici)</sup>. Son affirmation « Il n'existe plus d'obligations perpétuelles » est aussi ridicule que péremptoire: des banques en ont émises assez récemment à un moment où leur avenir paraissait pourtant très incertain (par exemple, la Deutsche Bank en 2014 <sup>(ici)</sup>). [ **Atterrant!** ]

Enfin, il n'est pas exclu que des acheteurs aient parié sur une poursuite de la baisse des taux et donc sur la possibilité d'un gros gain rapide. Des obligations dont les cours sont aussi volatiles sont des objets privilégiés pour la spéculation.

**{3}** Il existe des options sur certaines obligations. Je ne sais pas si c'est le cas pour les obligations citées plus haut, mais elles n'offriraient sans doute pas de vraie solution à la baisse des cours des obligations en période de hausse des taux d'intérêt: la vente de calls ne permettrait pas d'améliorer vraiment le rendement; l'achat de puts pour garantir le capital rendrait le taux d'intérêt négatif; la tactique stabilisatrice du « collier » (calls vendus payant les puts achetés) limiterait la baisse mais ne l'éviterait pas – à cause du déséquilibre entre les prix des calls et ceux des puts quand les risques de baisse sont clairement plus élevés que les chances de hausse [ *skew pour les intimes* ]. (Il existe d'autres produits dérivés sur les dettes souveraines mais je n'en ai aucune expérience.)

**{4}** Quand les cours des actions commencent à baisser les prêtres de la religion « buy and hold » se précipitent pour convaincre les actionnaires de ne pas vendre. Il en est de même avec les obligations. Début janvier 2022, suite à la montée de l'inflation, les taux d'intérêt montent et donc les cours baissent. Et les prêches embayent avec argument d'autorité et rhétorique creuse:

« ... financial advisors and strategists say investors should bear in mind the context for what is happening in the market and the critical role bonds play in a portfolio: They provide diversification and help reduce volatility. Bonds are the ballast that keeps a portfolio in check... » <sup>(ici)</sup>.

Mais Michael HARTNETT rappelle un épisode de stagflation: « Rising yields and a weak dollar is reminiscent of the 1970s, when cash and commodities outperformed stocks and bonds, which is what we're seeing in 2022 » <sup>(ici)</sup>.

## SOURCES CITÉES

- 2014.05.26 DEUTSCHE BANK, Prospectus €NC8 Notes / €NC8 Notes  
2018.04.26 ROBERTS, Lance, « The Pension Crisis Is Worse Than You Think », [realinvestmentadvice.com](https://realinvestmentadvice.com) <sup>(ici)</sup>  
2018.07.30 KROUSE, Sarah, « The Pension Hole for U.S. Cities and States Is the Size of Germany's Economy », *Wall Street Journal* <sup>(ici)</sup>

- 2018.11.20 WERNER, Erica & Damian PALETTA, «Lawmakers consider multibillion-dollar bailout for troubled pensions, retirees», *Washington Post* ([ici](#))
- 2019.06.25 BENOIT, Guillaume, «L'Autriche envisage un nouvel emprunt à 100 ans», *Les Échos* ([ici](#))
- 2019.06.28 ARMSTRONG, Martin, «Austria Sell 100-Year Bonds – But Who Are the Buyers?» ([ici](#))
- 2019.09.19 SHEDLOCK, Mike, «Bankrupt Illinois cities forced to cut services to fund pensions» ([ici](#))
- 2021.02.17 SCAGGS, Alexandra, «Treasury Yields Just Hit a Post-Pandemic Peak. Long Bonds Like Centuries Have Been Hit Hardest», *Barron's* ([ici](#))
- 2021.03.05 PRÊT OPTIMAL, «La courbe des taux d'intérêt pour la dette de la France» ([ici](#))
- 2021.10.31 BLONDEL, Aurélie, «Retraites, immobilier, chômage et gaz: ce qui change et ne change finalement pas, le 1er novembre», *Le Monde* ([ici](#))
- 2022.01.13 FOSTER, Lauren, «<Stay the Course.> Why Bond Investors Shouldn't Sweat Rising Yields», *marketwatch.com* ([ici](#))
- 2022.01.14 GOLDSTEIN, Steve, «Short the winners of the Fed's liquidity supernova, says Bank of America strategist», *marketwatch.com* ([ici](#))