

- Après un excellent premier semestre, le marché du « high yield » souffre.
- Les émissions ont été limitées ces dernières semaines.

## DETTE

Marina Alcaraz  
malcaraz@lesechos.fr

Après un boom au premier semestre, marqué notamment par la levée de dette exceptionnelle d'Allice-Numericable, le marché des obligations « high yield » (la dette d'entreprises mal notées) connaît une mauvaise passe. Les volumes d'émissions en attestent. Il n'y a eu en octobre qu'une dizaine de levées en Europe, selon les données de Dealogic, à comparer avec une quarantaine chaque mois entre mars et juillet. Bon nombre de sociétés ont ainsi reporté à des jours meilleurs leurs opérations. A la faveur de l'excellent premier semestre, ce marché atteint toutefois un record lorsqu'on prend les volumes depuis le début de l'année (92,3 milliards d'euros).

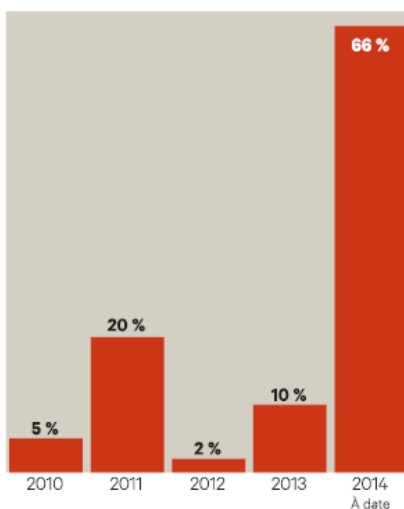
Sur le marché secondaire la morosité domine aussi. Environ deux tiers des obligations spéculatives émises cette année se traitent à un prix inférieur à leur prix d'émission, selon les données d'Eiffel IG. Un taux important au regard de l'historique : en 2013, année également très importante en termes d'émissions, seulement une obligation sur dix se négociait au-dessous. « Sur fond d'euphorie au premier semestre, il y a des sociétés de moins bonne qualité qui sont venues sur le marché, profitant de la quête de rendement des investisseurs », explique Fabrice Dumontel, chez Eiffel IG.

Enfin, en termes de flux, si les fonds « high yield » ont enregistré deux semaines d'affilée d'entrées de capitaux, ils ont subi des retraits pendant plusieurs semaines. « La dette spéculative est très internationale et s'est ouverte à des investisseurs plus généralistes – fonds obligataires, « hedge funds », etc. Ce sont les premiers à sortir lorsque le marché souffre », ajoute-t-il.

Plusieurs facteurs ont contribué au changement d'atmosphère qui a eu lieu cet été : un marché américain difficile, des inquiétudes sur la

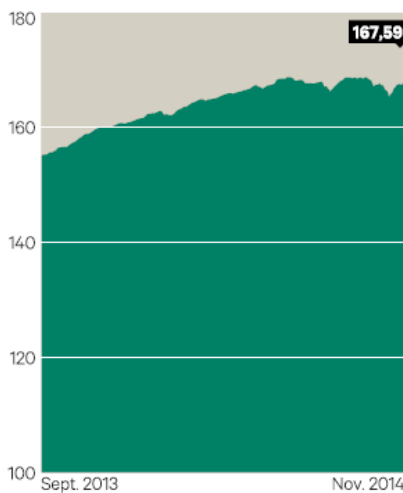
### Part des obligations spéculatives qui cotent en dessous de leur prix d'émission

Au 31 décembre



### L'indice iBoxx Euro "high yield"

Base 100 au 31 janvier 2006



LES ECHOS / SOURCES : EIFFEL INVESTMENT GROUP, SOCIÉTÉ GÉNÉRALE

croissance européenne et les politiques monétaires divergentes. Mais aussi, des annonces d'entreprises. Ainsi la faillite de Phones 4U, en septembre, un important distributeur britannique de téléphones mobiles, a-t-elle rappelé brutalement les risques de ce marché. « Les faillites de cette importance sont assez rares. Les investisseurs se sont mis à s'inquiéter d'une hausse du taux de défaut, actuellement très bas (moins de 2 %) en Europe, même si cela a peu de chances de se produire à court terme », souligne Emmanuel Weyd, chez Eiffel IG.

### Une plus grande divergence

Depuis quelques semaines, les spécialistes observent une plus grande différenciation au sein de ce segment spéculatif. « Ce sont surtout les sociétés les plus mal notées – CCC ou B – qui ont souffert. Les émetteurs plus connus, de meilleure qualité, ont été relativement préservés », souligne Juan Valencia, chez Société Générale. Il n'y a pas de raison que le marché connaisse une correction brutale, à moins d'une tension brusque des taux d'Etat, qui rendrait moins attractifs les rendements offerts par les entreprises. Mais cela est peu probable », ajoute l'analyste. Cette tendance à une plus grande divergence devrait continuer encore quelque temps, de l'avis des professionnels. Conséquence : les primo-accédants au marché ou non notés risquent d'avoir plus de difficultés à venir ou bien vont faire face à des coûts de financement moins avantageux. « Le marché primaire n'est pas fermé. Mais les entreprises qui voudront lever de la dette ne retrouveront sans doute pas les conditions du début de l'année », appuie Paul Santucci, chez HSBC. En témoigne l'allemand Schaeffler, qui a émis de la dette en septembre, à 5,75 %. En mai, cette même société avait levé 500 millions, à 3,25 %, pour une maturité légèrement plus courte. ■

## Apple innove en émettant de la dette en euros

### Top 5 des émissions obligataires en euros

Sur un an, en milliards d'euros

Microsoft	3 déc. 2013	3,5
Verizon	5 fév. 2014	3
Apple	3 nov. 2014	2,8
IBM	31 oct. 2014	2,5
Merck & Co	6 oct. 2014	2,4

LES ECHOS / SOURCE : DEALOGIC

### Le fabricant de l'iPhone réalise l'une des plus grosses émissions de dette en euros de l'année.

Pour la première fois de son histoire, Apple a émis de la dette dans une autre monnaie que le dollar américain, selon Dealogic. Il a levé 2,8 milliards d'euros, en deux tranches égales à 8 et 12 ans. « C'est la deuxième plus grosse émission en euros depuis le début de l'année pour une société américaine », constate Dealogic. Objectif : diversifier ses sources de financement. « Votre Apple émettre de manière opportuniste en euros n'est pas vraiment extraordinaire, étant donné que de plus en plus d'entreprises américaines le font », témoigne Etienne Gorgeon, responsable de la gestion obligataire chez Tikehau IM. Quand vous êtes une multinationale avec des besoins en euros, émettre de la dette en euros est très intéressant, d'autant plus qu'ils le font à un taux très faible. »

Le rendement ressort en effet à 1,082 % à 8 ans et à 1,625 % à 12 ans, soit « les rendements les plus bas sur ces maturités obtenus par des entreprises américaines pour des obligations libellées en euros », note Dealogic. « La courbe des taux en Europe est très basse. Jusqu'à quatre ans, les obligations allemandes, une référence, sont négatives et sur une durée plus longue, vous payez quelque chose de très faible », ajoute Etienne Gorgeon. Si vous regardez l'écart de taux entre le 10 ans allemand et le 10 ans américain, il est de 1,5 %, ce qui n'est pas loin d'être un plus haut absolu. » Mais certains observateurs

notent aussi qu'Apple, après avoir levé 29 milliards de dollars en deux ans, avait commencé à assécher son potentiel sur le marché de la dette d'entreprise aux Etats-Unis. A l'époque, cet argent avait servi à financer son plan géant de rachat d'actions et de dividendes. Une opération rentable dans un contexte de taux bas alors que le rapatriement d'une partie de ses liquidités détenues à l'étranger lui aurait coûté cher au niveau fiscal. Apple a indiqué vouloir utiliser ces fonds pour « les affaires générales de l'entreprise, y compris les rachats d'actions et le paiement de dividende », mais aussi pour des investissements ou des acquisitions.

### Signature allemande

Pour Etienne Gorgeon, la bonne surprise vient aussi du succès de l'opération, « alors que ce n'est pas l'opération la plus sexy de ces derniers jours » sur le marché obligataire. « Cela montre que dans un marché un peu mou, il y a toujours un gros appétit des investisseurs à ce niveau de rendement pour ce type d'entreprise. 1 % de rendement à 8 ans, c'est mieux qu'en L. Investisseur va toucher 50 points de base de plus que ce qui est considéré comme la signature la plus sûre de la zone euro, à savoir l'Allemagne. »

Depuis 2013, le marché des obligations libellées en euros par des groupes américains ressuscite après trois années de désertion. Cette année, les entreprises américaines ont ainsi emprunté l'équivalent de 34,4 milliards de dollars (+ 26 % en un an), soit quasiment le niveau atteint en 2008. — P. Fay