

# FINANCE & MARCHÉS

## Le choc obligataire a des répercussions sur les dettes d'entreprise

- Les obligations « corporate » ont été touchées par la remontée des taux.
- Les investisseurs commencent à s'adapter à ce nouvel environnement.

### MARCHÉS

**Guillaume Benoit**  
gbenoit@les echos.fr

La situation est suffisamment inédite pour être soulignée : la crise des emprunts d'Etat fait perdre son latin à Blackrock. Le premier gérant d'actifs mondial, 4.800 milliards de dollars d'encours sous gestion, a décidé de réexaminer l'ensemble de son portefeuille obligataire. Objectif : évaluer les conséquences de la forte volatilité des taux des emprunts d'Etat, mais également les conséquences éventuelles sur les autres types d'emprunts.

La politique accommodante de la Banque centrale européenne (BCE), qui a entraîné une forte baisse des taux dans la zone euro, a en effet incité les investisseurs à se reporter sur les dettes d'entreprise pour aller chercher du rendement. « *Au cours des derniers mois, il y a eu une surabondance de liquidité par rapport aux capacités du marché des obligations d'entreprise* », souligne Etienne Gorgeon chez Tikehau IM. Ce qui a eu aussi pour effet de fortement aug-

menter la valeur des obligations, à l'image de ce qui s'est produit pour les emprunts d'Etat.

Conséquence, lorsque les taux souverains se sont brutalement envolés en mai puis en juin, l'impact a été immédiat sur ce marché. Selon un indice de Bank of America Merrill Lynch, la valeur des obligations d'entreprise « investment grade » a baissé en moyenne de 2,01% depuis mi-avril. Les spreads de crédit, c'est-à-dire la différence entre le taux sans risque (celui de l'Etat) et le rendement de l'obligation de la société n'ont pas réussi à jouer leur rôle d'amortisseurs. « *Quand une entreprise bien notée emprunte à 60 points de base au-dessus du taux sans risque, la hausse de 65 points de base des taux allemands se fait directement sentir* », explique Alain Krief chez Oddo AM.

### Beaucoup plus sélectifs

Autre conséquence du choc, cette fois sur le marché primaire, les investisseurs se montrent beaucoup plus sélectifs, notamment sur le niveau du coupon versé. Et selon Paul Santucci chez HSBC, « *s'ils étaient prêts à prendre des titres de dette à plus de 20 ans pour améliorer*

## On constate un changement dans l'appétit de certains fonds qui commencent à faire machine arrière sur les dettes spéculatives.

*leur rendement, il sera désormais un peu plus compliqué de dépasser des maturités de 10 ans ».*

A l'inverse, la catégorie spéculative a plutôt bien résisté au choc. Globalement, le prix des obligations dites « high yield » reste encore positif depuis le début de l'année (+ 2 % en moyenne pour les sociétés notées BB, + 5 % pour celle de moins bonne qualité, notées B). La différence de rendement avec les emprunts d'Etat (environ 500 points de base pour les sociétés notées B), avant le choc, a permis une meilleure résistance aux fluctuations des dettes souveraines.

Mais on constate tout de même un changement dans l'appétit de certains fonds qui commencent à faire machine arrière sur les dettes spéculatives. « *Maintenant que les*

*taux remontent, certains investisseurs "investment grade" qui étaient allés chercher du rendement supplémentaire en achetant des obligations "high yield" de bonne qualité, de la catégorie BB, les vendent »*, explique François Gignoux, chez Eiffel Investment Group. Le volume des émissions a aussi nettement ralenti en Europe. Néanmoins, constate Marie-Ange Carrere chez Société Générale, « *la hausse des taux souverains n'est pas suffisante pour que les investisseurs se désintéressent du rendement supplémentaire que peut apporter cette classe d'actif* ».

Enfin, au sein du marché des obligations subordonnées émises par les banques – leurs porteurs sont remboursés après les créanciers dits seniors –, certains titres hybrides, plus complexes, plus risqués et donc moins demandés avant la crise, ont mieux résisté. « *Les taux ne sont qu'une petite partie de la composition du prix de ces obligations, qui sont beaucoup plus sensibles à la qualité de crédit de la banque émettrice* », explique Julien Brune chez Société Générale. Certains titres offrent un rendement moyen de 6 % depuis le début de l'année. ■