

■ FINANCEMENT DES ENTREPRISES ET TRÉSORERIE

PLACEMENTS DE TRÉSORERIE

Le pire est encore à venir

OPTION FINANCE - 14 OCTOBRE 2019 - ARNAUD LEFEBVRE

Placements de trésorerie



Contrairement à ce qu'anticipaient les professionnels en placements de trésorerie un an plus tôt, les rendements offerts par les différents supports n'ont cessé de diminuer tout au long de 2019. Cette tendance, largement entretenue par le ralentissement économique mondial qui a contraint la BCE à continuer d'assouplir sa politique monétaire, est appelée à perdurer. Dans ce contexte, dénicher des produits dont la rémunération reste positive relève, pour les trésoriers, de la gageure.

Il y a tout juste un an, un certain vent d'optimisme commençait à souffler chez les professionnels en placements de trésorerie. A l'époque, une remontée des taux était anticipée lors de la seconde partie de 2019 dans la zone euro, consécutive à une normalisation graduelle de la politique monétaire. Mais le ralentissement économique mondial, provoqué en grande partie par la guerre commerciale sino-américaine, a douché ces espoirs. Non seulement les taux de marché ont continué de reculer – les taux midswap à cinq et dix ans sont passés depuis janvier de respectivement + 0,15 % à - 0,42 % et de + 0,80 % à - 0,15 % –, mais la Banque centrale européenne (BCE) a aussi décidé le mois dernier, en parallèle d'une relance de son programme de rachats d'actifs (QE), de baisser l'un de ses taux directeurs : le taux de la facilité de dépôt a ainsi été porté à - 0,50 %, contre - 0,40 %. *« Dans ces conditions, percevoir une rémunération de 0 % pour ses placements de trésorerie est aujourd'hui devenu un réel motif de satisfaction pour une entreprise ! »* relève Cyril Merkel, trader au sein de la salle des marchés de Sanofi et président de la commission Placements de l'Association française des trésoriers d'entreprise (AFTE). Au sein des banques, il est en effet désormais quasiment impossible d'obtenir des rendements positifs, voire nuls, sur des comptes à terme d'une durée inférieure à quatre ou cinq ans. Quant aux fonds monétaires, qui font historiquement partie des supports les plus utilisés par les entreprises, les rémunérations offertes par les meilleurs d'entre eux avoisinent désormais - 0,15 %.

De nouvelles baisses de taux à prévoir

Bien que cette tendance baissière se soit poursuivie tout au long de l'année, la conférence de la BCE du 12 septembre a cependant marqué un tournant aux yeux des opérateurs. *« En conditionnant une remontée de ses taux directeurs à un retour durable de l'inflation autour de sa cible (moins de mais proche de 2 %) et en lançant un deuxième QE d'une durée illimitée, l'institution monétaire a envoyé comme signal qu'une remontée des taux n'est pas à prévoir dans l'immédiat »*, souligne Bruno Laurier, responsable de la vente de dérivés de change pour les entreprises chez Société Générale CIB. Sur la base des contrats à terme (forwards) négociés début octobre, il ressort que les investisseurs n'anticipent pas de retour du taux allemand à dix ans au-dessus de 0 % avant... 2026 ! Les perspectives sont d'autant plus sombres pour les entreprises ayant des ressources à placer que les spécialistes s'attendent à voir les rendements toucher de nouveaux planchers dans les mois à venir.

Malgré l'hostilité croissante de nouveaux gouverneurs de banques centrales nationales de l'Eurosystème à l'encontre de la politique ultra-accommodante impulsée par Mario Draghi, la BCE devrait d'abord vraisemblablement continuer d'abaisser ses taux. *« Depuis la dernière réunion de l'institution de Francfort, plusieurs indicateurs d'activité se sont dégradés dans la zone euro et le niveau attendu par les investisseurs de l'inflation à cinq ans dans cinq ans est tombé à son plus bas niveau historique, observe Bastien Drut, stratège senior chez CPR AM. Dans ce contexte, le chef économiste de la BCE, Philip Lane, a récemment insisté sur le fait que les taux directeurs n'avaient pas forcément atteint leur plancher. »*

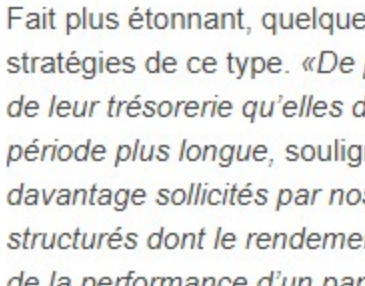
A ce titre, une autre baisse du taux de la facilité de dépôt au moins est anticipée en décembre prochain ou courant 2020. *« Ce faisant, le marché prévoit une nouvelle baisse du taux Eonia, sur lequel est indexée la rémunération versée par les fonds monétaires, indique Eric Bertrand, directeur général adjoint et directeur adjoint des gestions d'Ofi AM. Alors qu'il s'établissait la semaine dernière à environ - 0,46 %, il pourrait chuter à - 0,70 % mi-2021, si l'on en croit les contrats à terme actuellement négociés. »* Pour ne rien arranger, l'Eonia, appelé à disparaître fin 2021, doit être progressivement remplacé par l'eSTR, qui est devenu le nouveau taux sans risque au jour le jour de référence de la zone euro le 2 octobre dernier.

Afin de permettre aux contrats indexés à l'Eonia de « vivre » sans incidence jusqu'au 31 décembre 2021, il a été arrêté par la BCE, à la suite de simulations sur une période passée, que son cours correspondrait à celui du taux eSTR majoré d'un spread fixe de 8,5 points de base. *« Depuis le 2 octobre, quelques émetteurs ont commencé à se financer sur le marché monétaire en utilisant l'eSTR comme taux variable, signale Hassan Arabi, responsable de la gestion des taux chez Palatine AM. Alors que cette pratique va se généraliser, les investisseurs, et par ricochet leurs clients, seront pénalisés car le rendement de ces titres diminuera mécaniquement de 8,5 points de base. »*

Un effet QE sur les spreads

En outre, les spreads, pourtant déjà bas (environ 60 points de base en moyenne pour les émetteurs investment grade), pourraient dans le même temps repartir à la baisse. Une des explications est conjoncturelle. *« Nous venons tout juste d'entrer dans la saison des publications des résultats du troisième trimestre, informe Anne-Charlotte Ducos, gérante monétaire et crédit chez CPR AM. Durant cette période dite de black-out, moins d'émetteurs sortent sur le marché, alors même que la demande des investisseurs reste forte. Ce déséquilibre crée donc une pression baissière sur les spreads. »*

Mais le principal facteur est d'ordre structurel. *« Dès novembre, l'Eurosystème va reprendre ses rachats d'actifs (QE) à hauteur de 20 milliards d'euros par mois, ce qui va diminuer encore un peu plus l'offre de papier disponible et, mécaniquement, venir appuyer sur les primes de crédit »,* poursuit Anne-Charlotte Ducos. Un avis largement partagé parmi les gérants puisque, *« au-delà des sommes qui seront injectées par la BCE au titre du QE2, il faut ajouter les montants correspondant au remboursement du principal des titres du QE1 arrivés à maturité qui sont déjà réinvestis tous les mois depuis janvier 2019, rappelle Olivier Robert, directeur de la gestion taux de BFT IM. En 2020, cette enveloppe va représenter à elle seule environ 200 milliards d'euros (plus les 240 milliards du QE2). Cela constituera un support important pour la performance du marché obligataire en général et maintiendra les taux très bas ».*



Si l'on ajoute à cela la réticence croissante des banques à accepter les dépôts de leur part on comprend que les trésoriers soient passablement désorientés. *« Pour un groupe comme le nôtre qui génère des cash-flows positifs et qui est peu endetté, l'environnement actuel rend la gestion de la trésorerie extrêmement complexe, confie Franz Zurenger, directeur de la trésorerie d'Interparfums. Je suis particulièrement inquiet pour la rémunération future de nos placements pour les années à venir. »*

En quête de placements rémunérateurs, un nombre croissant d'entreprises se résolvent ainsi à prendre des risques. *« C'est essentiellement le cas de PME, non soumises au référentiel comptable IFRS, précise David Guyot, associé du cabinet Pandat Finance. Parmi cette catégorie de la clientèle, nous avons de plus en plus de demandes pour des produits structurés dont le rendement est indexé, par exemple, à l'évolution d'indices actions, ou pour des produits immobiliers de type SCPI. La rémunération à la clé est certes attractive (jusqu'à 4 % environ), mais le capital investi n'est aucunement garanti. »* Un engouement que constatent également d'autres cabinets de conseil. *« Plusieurs de nos clients PME ont ainsi récemment placé une partie de leur trésorerie dans des fonds de private equity (dont le rendement peut aller jusqu'à 8 % environ), des véhicules de titrisation de prêts fournis par des plateformes de crowdfunding ou encore dans des organismes de placement collectif immobilier (OPCI) »,* souligne Bertrand Tourmente, gérant d'Althos Patrimoine.

Une grande sélectivité

Fait plus étonnant, quelques ETI et grands groupes commencent aussi à s'intéresser à des stratégies de ce type. *« De plus en plus souvent, ces entreprises cherchent à identifier la part de leur trésorerie qu'elles devront utiliser à court terme et celle pouvant être bloquée sur une période plus longue, souligne Bruno Laurier. Pour cette dernière, nous sommes aujourd'hui davantage sollicités par nos clients européens afin de leur commercialiser des produits structurés dont le rendement dépend par exemple de la fluctuation d'une paire de devises ou de la performance d'un panier d'actifs. »* Mais de manière générale, l'approche des entreprises de taille significative demeure très conservatrice en termes de placements.

Certes, certaines s'autorisent dorénavant à déposer leurs liquidités dans des supports classiques, mais avec un horizon de placement légèrement plus lointain. *« Plusieurs de nos clients corporate ont ainsi déplacé une partie de leur cash jusqu'alors mobilisé dans des fonds de trésorerie avec un horizon d'investissement inférieur à six mois (possibilité d'investir dans des titres d'une durée maximale de trois ans) vers des fonds à horizon douze mois (maturité maximale des titres de cinq ans) dans l'espoir de bénéficier de rendements positifs, note Olivier Robert. La rémunération de ces derniers avoisine aujourd'hui un niveau de taux légèrement positif (ou Eonia + 50 bp), contre - 0,20 % (ou Eonia + 30 bp) pour les premiers. »*

Ce cas de figure reste néanmoins peu fréquent. *« Le fait que la volatilité soit plus importante pour des véhicules comme les fonds obligataires court terme que pour des fonds monétaires classiques encore la plupart des entreprises d'opter pour ces solutions »,* remarque Emmanuelle Court, directrice générale déléguée en charge du développement commercial de CPR AM.

En effet, les grands groupes demeurent très attachés au principe du « cash and cash equivalent ».



« Depuis que notre notation a été abaissée à A-/A3 à la suite de l'acquisition d'Airgas en 2016, une de nos priorités consiste à améliorer notre profil de crédit, témoigne Jacques Molgo, directeur financier adjoint d'Air Liquide. A ce titre, nous souhaitons que les montants correspondant à nos placements de trésorerie puissent être retranchés de notre dette brute afin de minorer notre dette nette, et donc de renforcer nos ratios financiers. Or seuls les produits les plus liquides et à très faible volatilité permettent de bénéficier d'un tel traitement, à savoir les comptes à vue ou à terme bancaires et les OPCVM monétaires. » Dans ce contexte, ces derniers devraient continuer

d'attirer l'épargne des grands groupes dans les placements à la fois de rendements appelés à s'enfoncer en territoire négatif. Une perspective face à laquelle certains gérants ne masquent pas leur désarroi. *« Nous avons déjà du mal à investir les liquidités en notre possession, compte tenu de l'offre limitée de titres et surtout de la déconnexion croissante entre les rendements proposés et la qualité des émetteurs, admet l'un d'eux. Toute nouvelle augmentation de la collecte viendrait plutôt nous handicaper ! »*

Nombreux sont donc les professionnels à espérer un rebond des opérations de fusion-acquisition et une augmentation des investissements dans le but de voir une partie des ressources détenues par les entreprises françaises être enfin employée. D'après le cabinet Redbridge, la trésorerie des groupes du SBF 120 atteignait quelque 278 milliards d'euros fin 2018, un montant en hausse de près de 2 % sur un an et de près de 35 % depuis 2013 !

LES BANQUES DURCISSENT LEURS CONDITIONS

▪ Disposant déjà de liquidités abondantes, les banques françaises cherchent de moins en moins à attirer les dépôts de leurs clients. Elles sont d'autant plus incitées à ne pas le faire qu'une partie de leurs réserves excédentaires doit être placée à la BCE, qui leur applique un taux négatif de - 0,50 %.

▪ Certes, la plupart des entreprises parviennent encore à éviter le pire. *« Grâce aux commissions que nous rapportons à nos partenaires bancaires clés, nous arrivons à conserver une rémunération de 0 % sur nos dépôts, explique Jacques Molgo, chez Air Liquide. Pour cela, nous avons néanmoins dû réduire les sommes laissées sur nos comptes. »* Mais la tentation de franchir la ligne jaune est de plus en plus forte chez les banques. *« Récemment, un de nos partenaires bancaires nous a même demandé de retirer notre cash, sous peine de le taxer »,* témoigne Franz Zurenger, chez Interparfums.

▪ Dans ce contexte, rares sont les grands groupes à pouvoir encore espérer obtenir des rendements positifs. *« En acceptant de laisser leurs liquidités sur des comptes à terme pendant une durée de cinq ans, certains peuvent espérer se voir offrir un taux à échéance de 0,05 %, voire 0,10 %, prévient néanmoins David Guyot, chez Pandat Finance. Mais de telles opportunités disparaîtront très probablement en cas de nouvelle baisse de taux directeur de la part de la BCE. »*

▪ Les mieux loties restent les PME-ETI, moins bancarisées que les grands groupes. *« Les banques continuent d'apprécier ce type de clientèle car elle peut leur permettre de gonfler leur produit net bancaire via les services qu'elle souscrit, poursuit David Guyot. Ainsi, il n'est pas rare que ces entreprises perçoivent encore, pour des comptes à terme à cinq ans, une rémunération avoisinant 0,10 % la première année et jusqu'à 0,50 % au terme du contrat. »*

DES INVESTISSEURS DE PLUS EN PLUS PRUDENTS

▪ Allonger la durée des placements pour doper les rémunérations ? De plus en plus de gérants monétaires rechignent désormais à mettre en œuvre cette stratégie. Sous l'effet de la baisse des taux observée depuis janvier, celle-ci est, il est vrai, devenue moins attractive. *« En début d'année, l'écart de rendement entre des titres affichant une maturité comprise entre un et trois ans et ceux dont la maturité va jusqu'à cinq ans atteignait encore 60 points de base (pb) en moyenne, rappelle Mathilde Lacoste, responsable France de la gestion investment grade pour compte de tiers de Swiss Life AM. Aujourd'hui, le différentiel est inférieur à 30 pb. Sur la même période, le supplément de spread entre des actifs d'une durée de un à trois ans et ceux ayant une maturité allant de sept à dix ans a même été divisé par 2,5 ! »*

▪ Le choix de privilégier des expositions de plus court terme s'explique aussi par l'environnement actuel. *« Outre les risques politiques du moment (guerre commerciale, Brexit...), la croissance de l'économie mondiale est tombée autour de 3 %, un niveau à partir duquel les entreprises internationales dans leur ensemble ne dégagent plus de bénéfices, pointe Eric Bertrand, chez Ofi AM. Dans ce contexte, une plus grande vigilance s'impose dans la sélection des titres. »* A avis partagé par d'autres experts. *« Alors même que les fondamentaux des sociétés ne s'améliorent pas, leur spread baisse sous le seul effet des liquidités abondantes que les investisseurs doivent placer, déplore Mathilde Lacoste. En conséquence, le risque n'est plus du tout rémunéré à sa juste valeur. »*

▪ De quoi inciter de nombreux investisseurs à se détourner des actifs dits périphériques. *« Par exemple, les marges des banques italiennes sont désormais identiques à celles de leurs concurrentes françaises, même si ces actifs sont plus risqués (en raison de leur volatilité), illustre Olivier Robert, chez BFT IM. Se positionner sur ces émetteurs actuellement ne présente donc plus aucun intérêt. »*

L'ATTRAIT PERSISTANT DES PLACEMENTS EN DEVISES ÉTRANGÈRES

▪ Si les taux d'intérêt sont en partie négatifs dans la zone euro, au Japon et en Suisse, la situation est radicalement différente dans d'autres pays ou régions du globe. De quoi offrir des marges de manœuvre aux grands groupes ainsi qu'à certaines ETI qui génèrent des revenus dans des devises étrangères. *« Evoluant dans le secteur du luxe, nous encaissons la moitié de nos ventes en dollars, explique Franz Zurenger, directeur de la trésorerie d'Interparfums. Ce faisant, nous avons choisi de conserver ces liquidités pour les placer sur un horizon de un à trois mois, ce qui nous permet de dégager des rendements oscillant actuellement entre 2 % et 2,5 %. Nous convertissons ensuite, avant chaque clôture trimestrielle, les fonds en euros. »*

▪ Ayant d'importants besoins à financer dans des devises autres que l'euro, les banques françaises cherchent toujours à collecter des ressources libellées dans les monnaies correspondantes. *« Nous proposons ainsi à nos clients des offres de dépôts pour le dollar américain, la livre sterling et le yen, informe Bruno Laurier, chez Société Générale CIB. Celles-ci suscitent un réel intérêt compte tenu des niveaux de rémunération offerte actuellement. »*

▪ Une telle stratégie présente néanmoins des inconvénients, souvent rédhibitoires pour bon nombre d'entreprises. *« La mission du trésorier consistant à la fois à assurer de la liquidité et à gérer les risques, nous nous refusons à prendre du risque de change sur nos placements dans la mesure où la fluctuation des devises pourrait in fine dégrader notre position de cash »,* soulève Jacques Molgo, chez Air Liquide. Sans compter que l'évolution récente des taux a elle aussi été pénalisante. *« Les taux en dollars ayant eux aussi reculé en raison de l'abaissement du principal taux directeur de la Fed, la rémunération des dépôts dans cette devise a suivi cette tendance – même si cela reste encore intéressant, comparé à l'euro »,* évoque Cyril Merkel, chez Sanofi.

LES PISTES D'INVESTISSEMENT DES GÉRANTS MONÉTAIRES ET OBLIGATAIRES COURT TERME

Afin de limiter la baisse des rendements finaux offerts à leurs clients, les gérants exploitent autant que faire se peut certaines opportunités de marché.

▪ **Cibler les émetteurs non notés...** même s'ils sont rares, ceux-ci peuvent offrir des surcroûts de rémunération intéressants. *« Par exemple, nous avons récemment souscrit à deux émissions non notées, ayant une notation court terme équivalente à A2/P2, qui offraient un rendement très attractif dans l'environnement actuel (Euribor 3 mois + 60 points de base sur deux ans pour l'une d'elles), signale Mathilde Lacoste, chez Swiss Life AM. Cette catégorie d'actifs peut représenter 5 à 10 % de la taille de nos portefeuilles. »*

▪ **... et les obligations non cotées :** *« Plusieurs de nos clients PME ont placé leur épargne longue dans un fonds investi dans un panier d'obligations non cotées émises par des ETI européennes, informe Bertrand Tourmente, chez Althos Patrimoine. Sur trois ans, cette solution rapporte encore près de 5 % de rendement. Mais elle comporte des risques, le capital n'étant pas garanti. »*

▪ **Investir dans les émissions en devises étrangères :** chaque année, des émetteurs financiers et corporate européens procèdent à des émissions en dollars, livres sterling, couronnes suédoises ou encore couronnes norvégiennes, à l'image de Volkswagen, Fortis BNP et ArcelorMittal. *« Par rapport à un placement en euros, elles peuvent rapporter jusqu'à 25 points de base de plus, même en tenant compte du coût de swap de devise que nous mettons en place afin de ne pas être exposés à un risque de change »,* note Hassan Arabi, chez Palatine AM.

▪ **Tirer profit des titres investment grade d'une maturité de trois ans :** *« Aujourd'hui, les obligations corporate avec une telle échéance conservent un rendement autour de zéro, soit Eonia + 0,45 %, explique Eric Bertrand, chez Ofi AM. De plus, après deux ans, les fonds monétaires cherchent à les racheter sur le marché secondaire, ce qui se traduit par un resserrement des spreads. »* Ce faisant, la valeur des titres s'apprécie, *« permettant ainsi de doper la performance »,* ajoute Eric Bertrand.

▪ **Prêter aux entreprises non européennes venant sur le marché euro :** soucieux de profiter des taux bas, de nombreux émetteurs étrangers viennent depuis plusieurs années se financer sur le marché euro. Actuellement, les sociétés américaines sont particulièrement actives. *« En septembre, le groupe pharmaceutique GSK et l'assureur MetLife ont ainsi émis en euros, illustre Anne-Charlotte Ducos, chez CPR AM. La présence des émetteurs américains permet de diversifier nos portefeuilles, tout en offrant parfois une légère prime par rapport aux corporates de la zone euro. »*

▪ **Privilégier les financements à taux variable :** certaines sociétés de gestion font le choix d'investir partiellement à taux variable. *« Déjà, le gisement d'obligations corporate et financières appartenant à la catégorie investment grade et émises avec un coupon flottant sur une durée inférieure à trois ans est important, puisqu'il atteint près de 1 300 titres dans la zone euro, indique Hassan Arabi. Ensuite, cette classe d'actifs présente l'avantage de protéger l'investisseur contre une hausse des taux. Enfin, pour un même émetteur, la rémunération peut être supérieure d'une dizaine de points de base par rapport à un emprunt à taux fixe. »*