

FINANCEMENT DES ENTREPRISES ET TRÉSORERIE

ARTICLES LIÉS

FINANCEMENT À COURT TERME

La paralysie du marché des neu CP préoccupe les entreprises

OPTION FINANCE - 3 AVRIL 2020 - ARNAUD LEFEBVRE

NEU CP

ENVOYER IMPRIMER Partager Tweeter G+ PARTAGER



Le mois dernier, la gestion de trésorerie de nombreux grands groupes et ETI a été sérieusement perturbée. En effet, la quasi-fermeture du marché de la dette court terme, dit marché du NEU CP, dans un environnement chahuté a compliqué le refinancement de dettes existantes comme le financement de leur besoin en fonds de roulement. Dans le même temps, plusieurs entreprises ont dû adapter leur stratégie de placements de trésorerie.

AU SOMMAIRE DU DOSSIER

La paralysie du marché des neu CP préoccupe les entreprises

Emmanuelle Trichet, chef du service des titres des créances négociables, Banque de France et Olivier Cousseran, directeur de la Mise en œuvre de la politique monétaire, Banque de France

Les entreprises contraintes de revoir leur allocation

Placement de trésorerie : comment gérer les risques ?

S'il fallait hiérarchiser les préoccupations du moment selon le degré d'urgence, ce cadre de l'Association française des trésoriers d'entreprise (AFTE) est catégorique : «*La fermeture du marché de la dette court terme, dit marché des NEU CP (ex-billets de trésorerie), constitue de loin mon inquiétude majeure*», affirme ce responsable. Un avis largement partagé au sein de l'AFTE. **Alors que la crise du Covid-19 rend l'accès aux financements de court terme plus nécessaire que jamais, très peu d'émissions ont pu être réalisées durant les trois dernières semaines de mars.** «*Avant que le marché des NEU CP ne se grippe, 3 milliards d'euros avaient été émis par des corporates le 13 mars, rappelle Matthieu Guillot, senior director chez Redbridge DTA. Trois jours plus tard, ce montant avait chuté à 500 millions. La semaine du 23 mars, l'encours quotidien moyen émis avoisinait... 150 millions d'euros.*» **Les emprunteurs les moins bien notés ont été les principales victimes de cette situation.** «*En février, les corporates notés A1-P1, soit la note court terme la plus élevée, n'avaient représenté que 10 % environ des volumes, poursuit Matthieu Guillot. Depuis les premières secousses sur le marché des NEU CP, leur part est montée à 50 % ! Le mouvement de fuite vers la qualité («flight to quality») des investisseurs a été très clair.*»



Matthieu Guillot,
senior director,
Redbridge DTA

«Dans la mesure où la plupart des entreprises ne bénéficient plus de rentrées d'argent en raison de l'arrêt de leurs activités, les gérants ont manifesté une forte aversion au risque de crédit.»

Un manque de transparence jugé pénalisant

Cette configuration n'est pas loin d'être inédite. «*Dans son histoire, le marché des NEU CP a connu plusieurs périodes de perturbation et/ou de fermeture, comme en 1986 lors du krach boursier enregistré à Wall Street, en 1992 lors du référendum de Maastricht, en 2001 après les attentats du 11-Septembre ou encore en 2008 au début de la grande crise financière, se remémore un agent placeur. Pour autant, de tels événements se produisent très rarement.*» «*Surtout, ils durent généralement beaucoup moins longtemps*», abonde Hervé Labbé, directeur général de la place de marché dédiée aux commercial papers NOW CP.

Selon les spécialistes, plusieurs facteurs peuvent expliquer les dysfonctionnements actuels. Le premier tient au principe de précaution mis en œuvre par de nombreux gérants de fonds monétaires, qui représentent les principaux investisseurs actifs sur ce marché. Anticipant de la part de leurs clients corporate des décollectes, ceux-ci ont préféré cesser de participer aux nouvelles émissions .

Le deuxième paramètre a trait aux inquiétudes des investisseurs quant à une possible vague de défauts. «*Dans la mesure où la plupart des entreprises ne bénéficient plus de rentrées d'argent en raison de l'arrêt de leurs activités, les gérants ont manifesté une forte aversion au risque de crédit*», observe Matthieu Guillot. De telles craintes sont certes jugées exagérées par les professionnels de ce marché : **dans la mesure où la maturité des titres émis n'excède pas quelques mois, un défaut de paiement d'une ETI ou d'un grand groupe apparaît peu probable**, d'autant que ces sociétés disposent de lignes de crédit revolving dites de «back-up» qu'elles pourraient utiliser pour rembourser les investisseurs. Mais le manque de visibilité quant à un retour à la normale de l'activité économique amène ces derniers à adopter, d'après le trésorier d'un groupe du CAC 40, des «attitudes irrationnelles».

Des comportements que certains opérateurs attribuent notamment au manque de transparence du marché des NEU CP. «*S'agissant d'un marché de gré à gré et dans un marché très volatil, un investisseur n'a aucune idée, s'il n'appelle pas au préalable un agent placeur, du prix auquel il peut acheter ou vendre du papier, regrette Hervé Labbé. Dans le contexte anxigène du moment, une telle opacité tend à accentuer l'aversion au risque et à entretenir la paralysie du marché des NEU CP. On le voit clairement avec les deux seuls marchés financiers transparents au monde, le marché actions des grandes valeurs et le marché des changes : en période de crise, ceux-ci ne se ferment jamais.*»

La majorité des émetteurs éligibles aux rachats de l'Eurosystème

Conscient des risques que ferait peser une fermeture durable du marché des NEU CP pour les émetteurs, l'Eurosystème a prévenu le 18 mars dernier qu'il achèterait pour la première fois de son histoire des titres de dette de court terme. Soulagés dans un premier temps par cette annonce, de nombreux groupes ont toutefois rapidement exprimé leur déception en apprenant les critères d'éligibilité des titres aux rachats par les six banques centrales nationales chargées de ces actions, parmi lesquelles figure la Banque de France. Dans la mesure où seuls les émetteurs disposant d'une solide notation sont concernés, plusieurs ETI se voient de facto exclues du dispositif.

Une critique qui mérite toutefois d'être relativisée. «*Un émetteur non noté mais qui dispose de la garantie d'un établissement bancaire noté – il s'agit d'un critère pour pouvoir accéder à ce marché en France – est éligible à de tels rachats*, souligne Muriel Nahmias, senior director chez Redbridge DTA. *C'est le cas, par exemple, d'un groupe comme Axéreal, dont le programme est garanti par Crédit Agricole CIB. Au final, plus de la moitié des programmes d'émission existants peuvent faire l'objet de rachats de la part de la Banque de France.*» **A ce jour, près de 120 corporates ont mis en place un programme d'émission, pour un encours avoisinant 60 milliards d'euros avant le déclenchement de la crise.** S'agissant des programmes non éligibles, l'Eurosystème considère que le bénéfice sera indirect : le fait que les banques centrales nationales souscrivent certains titres contraindra les investisseurs à acheter les autres.

En outre, l'action de l'Eurosystème semble commencer à porter ses fruits. **La Banque centrale nationale a commencé ses rachats de NEU CP le vendredi 27 mars. Certes, une certaine opacité entoure l'ampleur de son intervention.** «*Alors que la Banque de France communique habituellement les statistiques d'activité sur ce marché en J+1, aucune donnée n'a été publiée depuis que son programme de rachat a été lancé*», relève Emmanuel Lechère, directeur, head of market intelligence chez Redbridge DTA. Pour autant, l'institution monétaire aurait à ce jour souscrit, de sources concordantes, entre plusieurs dizaines de millions d'euros et 1,5 milliard d'euros de titres par jour, avec plusieurs effets d'ores et déjà notables. D'abord, les spreads des émetteurs, qui avaient pu augmenter entre 10 et 40 points de base selon les qualités de crédit, sont repartis à la baisse la semaine dernière. «*Surtout, depuis le milieu de la semaine dernière, nous avons vu, dans le sillage de la Banque de France, des gérants revenir à l'achat dans des volumes un peu plus importants*», informe un banquier. S'il est trop tôt pour crier victoire, d'aucuns reconnaissent que ce début de rebond est «encourageant».

LE CONFINEMENT COMPLIQUE L'EXÉCUTION DES PLACEMENTS

Même si le marché des NEU CP a déjà connu dans le passé des périodes de fermeture, la situation actuelle n'en reste pas moins inédite pour les opérateurs. «*Mesures de confinement obligé, les salles de marché des équipes et des banques sont contraintes de fonctionner en mode dégradé, pas tout ou partie des équipes en télétravail, sont un agent placeur. De telles conditions n'aident pas à exécuter les transactions dans les meilleures dispositions.*» En effet, celles-ci se traduisent par un nombre d'échanges nécessaires par téléphone ou courriels beaucoup plus importants que d'ordinaire, engendrant une perte de temps et un risque d'erreurs renforcé (saisie de mauvaises données dans les systèmes...).