

Les placements en zone rouge

OPTION FINANCE - 16 OCTOBRE 2020 - ARNAUD LEFEBVRE

✉ ENVOYER ✉ IMPRIMER

f Partager

Tweeter

G+

in PARTAGER



En dépit du ralentissement de leur activité, de nombreuses entreprises disposent aujourd'hui d'abondantes liquidités à placer, compte tenu des financements de précaution qu'elles ont levés depuis le début de la crise. Mais face au moindre appétit des banques à collecter leurs dépôts et aux difficultés des gérants monétaires à réinvestir les montants qui leur sont confiés, les opportunités de placement se raréfient, et les rémunérations offertes continuent de s'enfoncer en territoire négatif.

La crise sanitaire aura eu un effet positif sur la santé des entreprises, du moins d'un point de vue macroéconomique : jamais celles-ci n'ont disposé d'une trésorerie aussi abondante qu'aujourd'hui ! Selon la Banque de France, elles détenaient, en effet, fin août quelque 870,3 milliards d'euros de liquidités (voir graphique), un montant en hausse de plus de 170 milliards par rapport à la situation observée fin février. «Devenus un enjeu majeur pour nos clients depuis plusieurs années en raison notamment de l'environnement de taux bas, les placements de trésorerie ont pris, dans ce contexte, une importance encore plus grande depuis le début de la pandémie», constate Bruno Laurier, responsable notamment de la vente aux entreprises sur le change et les solutions d'investissement fixed income chez Société Générale CIB.

Une décollecte brutale

Afin de faire face au paiement de leurs diverses charges (versement des salaires, règlement des fournisseurs, remboursement de NEU CP...), beaucoup d'entreprises avaient, certes, été contraintes, en mars, de retirer des sommes significatives jusqu'alors déposées sur des comptes à terme et, surtout, dans des OPCVM monétaires. Certains fonds monétaires ont ainsi subi à ce moment une décollecte pouvant atteindre jusqu'à un tiers de leur encours, entraînant de facto une chute de leurs performances. Mais cette désaffection forcée pour les instruments de placement n'a pas duré. Grâce notamment aux mesures de soutien mises en œuvre par l'Etat (lancement des PGE, prise en charge intégrale du chômage partiel...) et par la Banque centrale européenne (BCE) – celle-ci a lancé un programme de rachat d'actifs d'urgence (PEPP) de 750 milliards d'euros, porté depuis à 1 350 milliards d'euros –, la plupart des sociétés sont parvenues à emprunter massivement dans le but de se constituer, le plus souvent, une épargne de précaution : 92,1 milliards en avril, 128,8 milliards en mai, 150 milliards en juin, 164,3 milliards en juillet et 173,8 milliards en août ! Autant de liquidités qu'elles ont dû, en partie, placer.

Pour ce faire, les trésoriers sont d'abord revenus vers les fonds monétaires. «Dès avril, la collecte est repassée en positif et s'est amplifiée en juin, au point de compenser partiellement les sorties enregistrées en mars», confirme Olivier Robert, directeur de la gestion taux de BFT IM. Surtout, les banques ont, dans un premier temps, voulu faire une faveur à leurs clients. «Après avoir restreint, ces dernières années, les montants que leurs clients entreprises pouvaient laisser sur des comptes courants, elles ont revu la taille des enveloppes autorisées à la hausse et proposé des offres de comptes courants à 0 %, soit un taux très attractif au regard de l'environnement de taux actuel», signale Cyril Merkel, président de la commission placements de l'Association française des trésoriers d'entreprise (AFTE). C'est ainsi que les dépôts à vue des sociétés non financières hexagonales sont passés d'environ 471 milliards d'euros en février à 630 milliards en août (+ 33 %).

Des injections de liquidités massives

Malheureusement pour les entreprises placeuses, la donne a progressivement évolué. Soucieuse d'éviter tout durcissement de l'accès au crédit en Europe et d'éloigner le moindre risque de liquidité pour les banques, la BCE a procédé dès la fin mars à des injections massives de liquidités (TLTRO 3, PELTRO, rachats d'actifs...). Dans le cadre de son nouveau dispositif de financement conditionné à destination des établissements bancaires, dit TLTRO 3, l'institution monétaire leur a accordé en juin plus de 1 300 milliards d'euros, un record ! Même si tous n'avaient pas besoin de nouvelles ressources, les conditions étaient attractives : s'ils viennent à maintenir la croissance de leurs encours de crédit dans les mois à venir, ils peuvent bénéficier d'un taux d'emprunt de - 1 % ! Toujours est-il que cet afflux de cash est venu gonfler un peu plus les réserves excédentaires des banques, ce qui s'est récemment traduit par deux effets indésirables pour les trésoriers. «Dans la mesure où les banques doivent replacer une partie de l'argent de leurs clients à la BCE qui applique actuellement un taux de - 0,50 % (taux de la facilité de dépôts), elles sont de moins en moins enclines à l'accepter», observe d'abord David Guyot, président-directeur général de Pandat Finance. Depuis quelques semaines, il est ainsi devenu presque impossible d'avoir des soldes à vue à 0 %. Pour entretenir la relation commerciale, les établissements continuent certes de proposer des offres de dépôts à terme. Mais leur rémunération a fortement reculé. «Sur un horizon de cinq ans, une grande entreprise peut dorénavant espérer percevoir un taux d'environ 0,10 %, soit jusqu'à 20 points de base de moins qu'en début d'année, tandis que le rendement s'inscrit désormais dans une fourchette allant de 0,20 % à 0,30 % pour les PME-ETI, contre 0,75 % en moyenne avant la crise», illustre David Guyot. Pour obtenir des rendements nuls ou légèrement positifs sur des dépôts bancaires, les trésoriers n'ont pas d'autre choix, sauf cas exceptionnels, que de placer les liquidités sur des échéances supérieures à douze mois.

Pour ne rien arranger, l'abondance de liquidités détenues par les banques affecte également la rémunération d'autres supports de placement appréciés des entreprises : les fonds monétaires. Depuis toujours, les banques constituent en effet les principaux émetteurs de titres de créances négociables de court terme, dans lesquels investissent les gérants de ce type de véhicules. «Les besoins des établissements bancaires s'étant extrêmement réduits depuis qu'ils ont emprunté auprès de la BCE, leurs volumes d'émissions ont fortement diminué sur le marché des NEU CP, déplore Julien Levy, responsable de la trésorerie et du crédit cash chez CPR AM. En conséquence, l'offre de titres disponibles à l'achat a diminué considérablement.» Conjugée à une demande exacerbée de la part des investisseurs, cette situation a mécaniquement abouti à une réduction des marges des emprunteurs. «En janvier, les banques françaises émettaient encore sur un an avec un coupon Eonia + 10 à 15 points de base, illustre Julien Russo, gérant investment grade chez Swiss Life AM. Aujourd'hui, le spread s'établit plutôt aux alentours de 0 à 5 points de base ! En termes de rémunération du risque, nous atteignons actuellement des records.» Dans de telles conditions, les performances des fonds monétaires, et donc les rendements versés aux entreprises placeuses, n'ont cessé de se dégrader, pour tomber le plus souvent autour de - 0,35 %, soit une vingtaine de points de base de moins qu'il y a un an.

Les taux courts attendus en baisse

A moyen terme, les spécialistes n'escomptent aucune embellie. Bien au contraire. Alors que la BCE a réaffirmé à de multiples reprises ces dernières semaines que sa politique resterait durablement accommodante, les taux directeurs comme les taux interbancaires ne devraient pas repartir à la hausse avant quelques années. «Les investisseurs anticipent même une baisse dans les prochains mois, informe Julien Levy. Les contrats à terme sur l'Eonia un an dans un an cote en effet actuellement à - 0,56 %, contre un taux Eonia de - 0,47 % la semaine dernière.» La rémunération des titres souscrits par les fonds monétaires étant indexée à ce taux, leur performance s'en trouverait directement affectée. En ce qui concerne les spreads, les prévisions ne sont guère plus porteuses pour les gérants. «Beaucoup s'attendent à ce que la BCE annonce prochainement le lancement de nouveaux TLTRO ainsi que le relèvement de la taille de son programme PEPP ou/et de sa durée, pointe Olivier Robert. De telles actions entretiendraient une pression baissière sur les spreads. Dans la mesure où nous éprouvons déjà des difficultés à remplacer les actifs arrivés à maturité par de nouveaux – dont le rendement tend à être plus faible –, cette perspective est de nature à tirer vers le bas la performance des fonds monétaires, qui pourrait converger à terme vers le taux Eonia.»

S'ils veulent obtenir plus, les trésoriers disposent de très peu de marges de manœuvre. «Pour doper le rendement des placements, il est plus que jamais nécessaire d'allonger l'horizon d'investissement, ajoute Olivier Robert. Aujourd'hui, les obligations d'une maturité supérieure à deux ans offrent encore des spreads intéressants. Mais pour en profiter, les entreprises doivent se positionner sur des fonds obligataires court terme, dont la volatilité est sensiblement plus élevée que celle des fonds monétaires.» Or cette caractéristique continue de dissuader de nombreuses entreprises, en raison de règles de gestion des risques internes, de franchir le pas. A l'instar de ce directeur financement et trésorerie d'un grand groupe, de nombreux responsables financiers se montrent résignés : «Nous nous sommes fait à l'idée que nous n'obtiendrons plus pour nos placements une rémunération globale positive avant longtemps. Mais je préfère encore me voir offrir un rendement négatif plutôt que de prendre des risques dans le but de gagner quelques points de base, surtout dans le contexte actuel. Car si la crise de la Covid-19 nous a appris une chose, c'est bien que rien n'était plus important que de pouvoir disposer de son cash à tout moment.»

DES TRÉSORIERES GAGNÉS PAR LA PRUDENCE

I En matière de placements, la grande majorité des ETI et des grands groupes ayant adopté le référentiel comptable IFRS ont toujours privilégié des placements sûrs et liquides. Une attitude que la crise de la Covid-19 n'a fait que renforcer. «Après avoir dû récupérer par anticipation dès la mi-mars une partie de leur trésorerie placée dans des fonds monétaires pour faire face à leurs impératifs financiers (remboursement de NEU CP, paiement des fournisseurs...), la plupart des entreprises concernées ont recommencé, dès le mois suivant, à déposer leur argent auprès des gérants monétaires, informe Cyril Merkel, président de la commission placements de l'AFTE. Mais au lieu de revenir vers des fonds monétaires, un nombre significatif d'entre elles ont préféré se tourner vers des fonds monétaires court terme, dont la volatilité est moins forte du fait de la maturité plus courte des titres détenus.» La maturité maximale des titres détenus dans un fonds monétaire court terme est de 397 jours, contre deux ans pour un fonds monétaire standard. Même si l'engouement pour cette catégorie de supports est progressivement devenu moins aigu, les marques d'intérêt demeurent nombreuses. «Certains corporates restent échaudés par la chute des performances enregistrée par les fonds monétaires en mars, provoquée par le stress sur le marché du crédit, signale Emmanuelle Court, directrice générale déléguée en charge du développement commercial de CPR AM. Dans ce contexte, ils préfèrent toujours minimiser autant que possible la prise de risque en privilégiant les fonds monétaires court terme.»

I Sur le front des placements bancaires, la dynamique est globalement la même. «Depuis le début de la crise, la tendance est clairement orientée, du côté des trésoriers d'entreprise, vers la recherche de solutions à la fois plus sécurisées et plus liquides, de sorte que l'argent placé puisse être récupéré très rapidement», observe Christian Segueineau, responsable mondial des solutions de liquidité et d'investissements pour les entreprises chez Société Générale CIB.

I Même parmi les PME dont l'approche patrimoniale en termes de placements s'inscrit sur le long terme, l'aversion au risque s'est renforcée. «Avant la crise, une partie de nos clients plébiscitaient des investissements dans des SCPI, pour lesquels le capital n'est pas garanti, évoque David Guyot, président-directeur général de Pandat Finance. Aujourd'hui, ces mêmes clients se montrent plus réticents à se positionner sur cette classe d'actifs composée principalement d'immobilier d'entreprise, quand bien même les rendements restent élevés.»

L'ISR PREND DU POIDS DANS LES STRATÉGIES DE PLACEMENT

I Devenue un critère essentiel dans la stratégie de financement d'un nombre croissant d'entreprises, la thématique ESG devient également de plus en plus prégnante dans celle relative aux placements. «Il y a encore deux ans, la quête de placements de trésorerie de cette nature répondait le plus souvent à des enjeux "d'ordre marketing"», reconnaît Cyril Merkel, président de la commission placements de l'AFTE. Mais avec la prise en compte récente des problématiques RSE dans la gouvernance des sociétés (dotation d'une raison d'être, adoption du statut d'entreprise à mission, engagement à respecter les Accords de Paris...), la situation a complètement changé. Le recours plus marqué à des émissions d'obligations vertes, durables ou sociales participe également de cette tendance. «Avant de pouvoir investir les sommes levées dans le cadre de tels emprunts, les émetteurs cherchent désormais quasi systématiquement à les déposer sur des supports de placement ISR», observe Jean-Michel Nakache, directeur commercial et marketing de Swiss Life AM.

I Afin de répondre à cette demande, les institutions financières adaptent donc leur offre de produits. C'est le cas, principalement, des sociétés de gestion. «Alors que nous commercialisons depuis plusieurs années déjà un fonds monétaire contenant des filtres d'investissement ESG, nous venons de le fusionner avec un autre de nos fonds monétaires standards, ce qui a mécaniquement fait croître nos encours gérés avec une démarche ESG», témoigne par exemple Emmanuelle Court, directrice commerciale de CPR AM. Même si les avancées dans ce domaine restent plus limitées du côté des banques, certains établissements veulent suivre ce chemin.

DE RARES OPPORTUNITÉS POUR DOPER LES RENDEMENTS

Alors que les rendements offerts aux entreprises placeuses continuent de s'enfoncer en territoire négatif, la raréfaction du nombre de titres proposés aux investisseurs sur les marchés primaire et secondaire tend à compliquer un peu plus la tâche des gérants. D'autant que les effets de la crise sur l'activité économique de pays aux finances publiques fragilisées (Italie...) et sur certains secteurs d'activité (aéronautique, automobile, hôtellerie...) incitent ces derniers à faire preuve de sélectivité. Quelques opportunités restent toutefois à leur portée pour limiter la casse.

I Les émetteurs non notés : dans un contexte marqué par l'érosion des marges (spreads) des émetteurs, certains d'entre eux sont tout particulièrement recherchés. «Même s'il s'agit d'une niche, les entreprises non notées contribuent à améliorer la performance des fonds dans la mesure où, à qualité de crédit comparable, elles peuvent offrir une prime allant jusqu'à 10 à 30 points de base par rapport à un émetteur noté», indique Julien Russo, chez Swiss Life AM.

I Un horizon de placement allongé : cette recommandation n'est certes pas nouvelle, mais elle n'a jamais été autant d'actualité. «Actuellement, il faut, sauf cas exceptionnel, se positionner sur des titres qui affichent une maturité supérieure à deux ans pour capter un rendement nul ou légèrement positif, poursuit Julien Russo. Pour en profiter, nos clients doivent donc se tourner vers des fonds obligataires court terme, qui permettent d'investir dans des actifs dont l'échéance arrive dans trois ans maximum.» S'agissant des offres de dépôts bancaires, le constat est similaire. «Il est devenu extrêmement difficile d'offrir à nos clients un taux de rendement nul ou positif sur des durées courtes, inférieures à un an», explique Christian Segueineau, chez Société Générale CIB.