

Où investir - Les fonds monétaires reprennent des couleurs



Pénalisés pendant plusieurs années par la politique de taux zéro de la Banque centrale européenne (BCE), les fonds monétaires voient leurs performances se redresser et la collecte atteindre des niveaux historiques cette année. Pour autant, les gérants monétaires restent prudents. Ils ont réduit autant que possible la durée ainsi que le risque de crédit.

La hausse des taux d'intérêt engagée au mois de juillet par la Banque centrale européenne (BCE) a signé le grand retour des fonds monétaires. « Le changement de stratégie de la BCE modifie radicalement le positionnement de la classe d'actifs, confirme Charles Bouffier, directeur général délégué en charge de la gestion chez Egamo. Celle-ci constitue dorénavant une véritable alternative et peut à nouveau jouer son rôle d'actif sans risque, qui protège le capital en cas de turbulences de marché. » Ce changement a bien été intégré par les investisseurs. Selon Morningstar, au mois

d'octobre (derniers chiffres disponibles), la collecte des fonds monétaires a atteint un niveau record en Europe avec 146 milliards d'euros de flux nets positifs. Le précédent record ressortait à 84 milliards d'euros et datait du mois de janvier 2008 ! Sur les 10 premiers mois de l'année, les fonds monétaires constituent ainsi la seule d'actifs, avec l'immobilier dans une bien moindre mesure, à afficher une collecte positive. Elle ressort à fin octobre à 26,4 milliards, contre 4,5 milliards d'euros de flux nets pour l'immobilier et - 183 milliards d'euros pour les actifs de long terme.

Une nouvelle clientèle

Pour les professionnels, ces records pourraient même être battus en fin d'année ou en 2023 car une clientèle plus large s'intéresse désormais aux fonds monétaires. « Les grands institutionnels ainsi que les très grandes entreprises n'ont jamais vraiment délaissé ces produits, y compris lorsqu'ils servaient des taux d'intérêt négatifs, rappelle Julien Maio, directeur de la gestion de taux du Crédit Mutuel Asset Management. En effet, ils ne peuvent pas placer l'ensemble de leurs liquidités auprès des banques car ils ont besoin de diversifier le risque de contrepar-

tie. En revanche, les banques privées, la clientèle patrimoniale ou encore les PME et les TPE étaient peu investies sur les fonds monétaires ces dernières années. »

Cette dernière catégorie d'investisseurs revient aujourd'hui vers le monétaire. « Nous assistons au retour de la clientèle des PME et des TPE et de celle des fonds de fonds », indique Michel Escalera, directeur général de Palatine Asset Management. Ce retour s'avère même indispensable, selon les gérants, compte tenu de l'augmentation des coûts de financement. « Les entreprises ont vu le coût de leurs émissions augmenter au fur et à mesure de

Des rendements qui pourraient atteindre 3 % au premier semestre 2023

● Le consensus de marché anticipe une nouvelle hausse de taux d'intérêt en décembre de 50 points de base ainsi que trois à quatre augmentations en 2023 sur le premier semestre pour atteindre des taux d'intérêt finaux inférieurs ou égaux à 3%. « Les anticipations s'échelonnent dans une fourchette assez large comprise entre 2% et 3% pour le premier semestre 2023, des surprises à la hausse ou à la baisse étant possibles », souligne Olivier Gayno, directeur de la gestion de HSBC Asset Management France.

● De leur côté, les gérants monétaires affichent des anticipations plus proches de 3% que de 2%, ce qui devrait se traduire par des rendements servis sur les fonds monétaires du même ordre. Ces niveaux attractifs devraient, d'après eux, perdurer.

Les gérants anticipent que les taux d'intérêt devraient rester durablement au-dessus du seuil de **2 %** en zone euro.

« Jusqu'à présent, le taux d'intérêt d'équilibre en zone euro était estimé à 2%, ce qui correspondait à l'objectif d'inflation de la BCE, rappelle Charles Bouffier, directeur général délégué en charge de la gestion chez Egamo. Cependant, la plupart des économistes et des stratégestes estiment que l'inflation devrait se maintenir – pour des raisons structurelles liées notamment à la transition énergétique – au-delà des 2%. Par conséquent, les taux d'intérêt ne devraient pas diminuer dans les deux prochaines années. »



Julien Maio, directeur gestion de taux, Crédit Mutuel AM

« Nous sommes relativement prudents depuis l'été dernier. Nous avons réduit la durée de nos portefeuilles de façon à pouvoir refléter très rapidement l'évolution des taux d'intérêt. »

la hausse des taux d'intérêt de la BCE, rappelle Julien Russo, gérant de portefeuilles investissement grade chez Swiss Life Asset Managers France. Elles doivent en parallèle trouver du rendement additionnel pour financer cette hausse, et cela

Depuis cet été, les performances des fonds monétaires s'améliorent progressivement. Ils devraient finir l'année en territoire positif.

« passe notamment par une optimisation de leurs placements de trésorerie. »

En revanche, les gérants n'anticipent pas pour l'instant le positionnement d'une clientèle de particuliers, hormis dans des cas très spécifiques. « Il y a peu d'intérêt pour des investisseurs particuliers à investir dans des fonds monétaires dans des enveloppes de placement avec un horizon de long terme comme l'assurance vie. En revanche, nous nous attendons à une hausse des souscriptions dans les fonds monétaires via les dispositifs d'épargne salariale », avance Olivier Gayno, directeur de la gestion de HSBC Asset Management France.

Une performance attendue à 2 %

Cet engouement pour les fonds monétaires tient au fait qu'ils devraient constituer la seule classe d'actifs à finir l'année avec des performances en territoire positif. Depuis le début de l'année (au 18 novembre), les fonds de trésorerie disponibles à la commercialisation en France ont délivré une performance moyenne encore négative : - 0,27 % sur les fonds de trésorerie et - 0,24 % sur les fonds de trésorerie court terme, selon les statistiques de Six Financial Information.

Mais cette performance est meilleure sur un mois, elle ressortait fin novembre sur une base mensuelle à environ 10 points de base et d'ici la fin de l'année, elle devrait dépasser les 150 points de base. « Les fonds monétaires suivent en tendance la performance de l'Ester (taux interbancaire de la zone euro), explique Julien Maio. Après les trois hausses de taux d'intérêt initiées par la BCE depuis le début de l'année, l'Ester se situe actuellement autour de 1,4 % et il en va de même pour la performance instantanée de nombreux fonds monétaires. »

D'ici la fin de l'année, elle pourrait encore s'accroître. « La BCE

devrait encore augmenter les taux d'intérêt directeurs de 50 points de base en décembre, voire de 75 points de base, avance Julien Maio. Par conséquent, la performance journalière des fonds monétaires pourrait atteindre 2 % en début d'année prochaine. »

Davantage de taux variables

Les gérants monétaires tentent de suivre au plus près les rendements servis sur les taux d'intérêt directeurs en mettant en œuvre différentes stratégies, l'une d'entre elles consistant à réduire au minimum la durée moyenne des portefeuilles. « Nous sommes depuis l'été dernier relativement prudents, relate par exemple Olivier Gayno. Nous avons réduit la durée de nos portefeuilles de façon à pouvoir refléter très rapidement l'évolution des taux d'intérêt. Un tiers de nos actifs peuvent être actuellement liquidés en un ou

deux jours contre habituellement 20 %. »

Il en va de même dans la plupart des fonds monétaires, même si les réductions mises en œuvre peuvent être moins importantes. « Nos actifs disposent d'une maturité moyenne relativement réduite, souligne Julien Maio. Elle est comprise entre deux et quatre mois alors qu'elle peut aller jusqu'à six mois dans les fonds monétaires court terme et jusqu'à douze mois dans les fonds monétaires. Ainsi, en moyenne, la totalité des portefeuilles est actuellement renouvelée en quelques mois, ce qui permet d'accompagner plus vite que par le passé la hausse des taux courts. »

En parallèle, les gérants misent davantage sur les émissions à taux d'intérêt variables que sur les émissions à taux d'intérêt fixes. « Nous utilisons à nouveau dans la gestion monétaire le schéma classique – qui avait été abandonné ces dernières années – consistant à arbitrer

Les banques en embuscade pour concurrencer les fonds monétaires

● Lorsque les liquidités étaient abondantes, les banques n'avaient pas forcément besoin d'attirer les dépôts, mais la situation est en train de changer avec l'arrêt du « quantitative easing » (QE). « Les banques doivent trouver des sources alternatives de financement, explique Julien Maio, directeur de la gestion de taux du Crédit Mutuel Asset Management. Elles pourraient ainsi devenir plus agressives d'un point de vue commercial sur les comptes à terme et les dépôts à terme pour renforcer la part d'épargne bancaire. »

● Une concurrence qui n'inquiète pas outre mesure les sociétés de gestion car elle a été régulière par le passé. Les gérants mettent en avant les avantages spécifiques des OPCVM monétaires, comme la diversification et la liquidité quasiment immédiate. « Les dépôts à terme sont bloqués sur trois mois avec des conditions de sortie et leur liquidité est donc inférieure à celle des fonds monétaires, explique Michel Escalera, directeur général de Palatine Asset Management. Les fonds monétaires peuvent de plus diversifier leur risque de contrepartie sur un grand nombre d'émetteurs. »

>>> Suite de la p.26

entre les actifs à taux fixes et à taux variables », précise Charles Bouffier.

Cela se traduit par une capacité renouvelée des fonds à s'ajuster au marché. « Nous avons diminué notre sensibilité taux, en augmentant la proportion de titres à taux d'intérêt variable ou en swappant davantage les titres à taux fixes contre des taux variables, relève Julien Maio. Cette manœuvre nous permet de réduire notre exposition au risque de taux d'une part et d'accompagner plus rapidement le mouvement à la hausse sur les taux d'intérêt court terme d'autre part. Notre sensibilité est ainsi maintenant inférieure à un mois. » Dans certains portefeuilles, les taux fixes sont même devenus résiduels. « La BCE



Julien Russo, gérant,
Swiss Life Asset Managers
France

« Les entreprises doivent trouver du rendement additionnel, notamment sur leurs placements de trésorerie afin de contrebalancer la hausse des coûts de financement. »

ayant depuis l'été dernier systématiquement surpris les marchés à la hausse, nous avons basculé quasiment l'intégralité de notre portefeuille sur des titres à taux variables et nous ne conservons qu'un résidu de taux fixes dont la proportion évolue en fonction des réunions de la BCE, explique Julien Russo. Nous ajustons la maturité de ces investissements aux dates de réunions BCE qui ont lieu toutes les six semaines. »

Peu de risque de crédit

Concernant les émetteurs en portefeuille, les sociétés de gestion sont aussi relativement prudentes. « Les gérants monétaires vont moins utiliser le moteur crédit afin d'obtenir de la performance », confirme Charles Bouffier. Ils estiment généralement que cette stratégie est trop risquée. « Les experts anticipent une récession pour l'année prochaine, souligne Olivier Gayno. De ce fait, nous cherchons à éviter de prendre un risque de crédit important dans les fonds monétaires et le réservons plutôt à nos fonds obligataires dont la maturité est plus longue. Nos fonds monétaires n'investissent pour l'instant que dans des émetteurs notés au moins A-1 ou équivalent. » Les gérants misent en effet essentiellement sur les entreprises disposant d'une bonne notation. « Jusqu'en 2021, nous possédions une poche d'investissement dans des émetteurs non notés afin de gagner en performance, mais il nous suffit à présent d'utiliser des taux variables pour suivre la hausse des taux d'intérêt, témoigne Julien Russo. Nous avons ainsi réduit cette poche de 10 % à 4 % de notre portefeuille. »

Une autre façon de protéger les portefeuilles consiste à diminuer à portion congrue la part des émissions corporate au profit des émissions bancaires, qui



Olivier Gayno,
directeur de la
gestion, HSBC Asset
Management France

« Nous avons diminué notre sensibilité taux en augmentant la proportion de titres à taux d'intérêt variable ou en swappant davantage les titres à taux fixe contre ceux à taux variable. »

constituent d'ailleurs la majorité des émissions à court terme. « Les banques européennes commencent à devoir rembourser les crédits accordés dans le cadre des programmes TLTRO (targeted longer-term refinancing operations) de la BCE, rappelle Julien Maio. Elles ont moins accès à des facilités de financement de la

Les gérants réservent le risque de crédit aux fonds obligataires dont la maturité est plus longue.

BCE et doivent à nouveau recourir davantage au refinancement sur le marché monétaire, ce qui les contraint à offrir des primes de risque à nouveau plus attractives pour les investisseurs de ce segment. »

Des écarts par rapport au consensus

Si, finalement, les stratégies utilisées par les fonds sont relativement similaires, quelques sociétés de gestion cherchent à se distinguer en investissant de façon très mesurée sur des pays périphériques. « Nous prenons à la marge du risque sur des émetteurs périphériques, souligne Julien Maio. Nous sommes par exemple investis sur des émissions d'Enel, le producteur d'électricité italien et sur des

banques italiennes et espagnoles comme Unicredit ou Santander et BBVA. »

Palatine Asset Management mise de son côté plus largement sur les émetteurs corporate pour se différencier de ses concurrents. « La dette à court terme des entreprises représente entre 60 % et 70 % de notre portefeuille, le reste étant dédié aux émissions bancaires, explique Rémi Duran, responsable de la gestion obligataire chez Palatine Asset Management. La répartition est généralement inverse chez nos concurrents qui dédient l'essentiel de leur portefeuille à des dettes bancaires. Nous disposons d'une équipe en interne qui analyse tous les émetteurs. Nous avons également noué des liens de proximité avec des banques d'investissement dans la perspective d'obtenir une exécution la plus optimale. » Le gérant cherche dans ce cadre à posséder une allocation d'actifs relativement diversifiée d'un point de vue sectoriel. Cette méthode lui a jusqu'à présent plutôt bien réussi. « Nos fonds se situent généralement dans le premier décile, se félicite Rémi Duran. Actuellement, nous surperformons l'Ester d'environ 15 à 20 points de base, nets de frais de gestion. » Reste à savoir si la prise de risque sera payante en 2023 ■

Sandra Sebag
@sebagsandra1