

Le grand débat gestion de trésorerie

Face aux taux d'intérêt négatifs, les réactions des entreprises et des investisseurs institutionnels varient selon leurs propres contraintes internes. Ainsi les grandes entreprises cotées sont-elles tenues par une obligation de sélectionner des produits «cash & cash equivalent», tandis que les PME et les ETI disposent de plus de latitude pour se positionner sur des solutions avec des rendements à zéro, voire très légèrement positifs. Les institutionnels distinguent aussi de plus en plus souvent une poche de trésorerie à long terme, tout en continuant à investir dans les fonds monétaires dont les rendements sont tout de même meilleurs que la détention de cash dans un compte dépositaire. De nouvelles solutions émergent en parallèle, comme les fonds à échéance, les fonds obligataires à court terme ou les produits structurés dont les risques ne sont pas toujours bien évalués par les investisseurs.

Des solutions segmentées par type de clientèle

Les taux d'intérêt à court terme en Europe sont négatifs depuis maintenant plusieurs années ; cette situation pourrait-elle se prolonger encore durablement ?

Alain Guelennoc, directeur général de Federal Finance Gestion : Les banques centrales, qu'il s'agisse de la Banque centrale européenne (BCE) ou de la Fed aux Etats-Unis, ont entrepris un revirement début 2019 : alors qu'elles devaient entamer ou accentuer le resserrement de leur politique monétaire, elles ont décidé de poursuivre leurs politiques monétaires accommodantes et plus récemment de les intensifier afin de pallier le ralentissement de la croissance et le manque d'inflation. Cette stratégie semble durable. En effet, aux Etats-Unis, la Fed vient tout juste de baisser à nouveau les taux directeurs de 25 points de base. En Europe, la BCE a fait de même en septembre avec un geste sur les taux d'intérêt et procède à des injections supplémentaires de liquidités. Nous ne voyons pas de régularisation prochainement, contrairement à ce que nous anticipions il y a quelques mois. Dans un tel contexte, les taux d'intérêt à court terme devraient rester durablement négatifs. Cette situation vaut pour l'ensemble de la courbe des taux. Nous considérons tout de même que, sur les taux longs, il existe des seuils de résistance à la baisse. Ainsi, lorsque les titres allemands à

10 ans (Bund) ont atteint -0,6 %, l'appétit des investisseurs s'est réduit sensiblement. De ce fait, nous considérons que nous avons peut-être atteint des plus bas. Depuis, les taux d'intérêt à 10 ans se sont légèrement ajustés. Pour autant, nous n'anticipons pas une remontée importante des taux à long terme. La courbe des taux, sans être plate, devrait rester peu pentue en zone euro. Aux Etats-Unis, la courbe des taux est plate voire légèrement inversée et cela pourrait aussi perdurer.

Mathilde Lacoste, responsable France de la gestion investment grade pour compte de tiers, chez Swiss Life Asset Managers France : Nous sommes d'accord en ce qui concerne la pentification de la

courbe. Depuis un certain temps, les courbes s'aplatissent de plus en plus. De même, nous anticipons que les taux devraient rester durablement négatifs pour les plus courts et bas pour l'ensemble de la courbe. Nous avons comme la plupart des opérateurs été surpris du revirement de la BCE. Nous pensions qu'elle avait utilisé tous les outils possibles, mais de nouveaux instruments ont été mis en œuvre. Finalement, la BCE est maîtresse des règles du jeu, elle peut donc les changer. Pour aller plus loin dans cette phase accommodante, va-t-elle élargir le quantitative easing (QE) notamment en achetant des titres du secteur bancaire ? Pour que la BCE puisse atteindre ses ambitions en termes de QE, il lui faudra en effet soit changer les



DAVID GUYOT
cofondateur et directeur général, Pandat Finance

CYRIL MERKEL
trader, Sanofi et responsable commission placements, AFTE

MATHILDE LACOSTE
responsable France gestion investment grade pour compte de tiers, Swiss Life AM France

ALAIN GUELLENNOC
directeur général, Federal Finance Gestion

clefs de répartition, soit trouver de nouveaux actifs. Récemment, elle a mis en place le «tiering» c'est-à-dire un système de taux de dépôt différenciés afin de limiter l'impact des taux négatifs sur la rentabilité des banques, et sur l'élaboration de son nouveau programme de QE. Pour l'instant, les observateurs ne possèdent pas une vision très claire des conséquences du tiering. Pour certaines banques, comme les banques italiennes, ce mécanisme semble très avantageux. Il semble en revanche beaucoup moins positif pour les banques françaises. Nous attendons donc de constater son impact. Nous craignons tout de même que le taux de dépôt qui est déjà très bas, à -50 points de base, et qui pourrait encore baisser de 10 points de base dans les prochains mois, soit répercuté par les banques. Nous nous interrogeons : est-ce que le tiering va être intégré dans la rémunération du cash ? Est-ce que les banques vont appliquer cet effet sur la rémunération des comptes bancaires ?

Cyril Merkel, trader dans la salle de marché de Sanofi et responsable de la commission placements à l'AFTE (Association française des trésoriers d'entreprise) : Lorsque fin 2015, les taux d'intérêt sont entrés en territoire négatif, nous avons tous évoqué un changement de paradigme qui pourrait durer un an voire deux ans, mais nous ne pensions pas que cela pourrait se prolonger jusqu'en 2019 et au-delà. Nous estimons en effet que cette situation pourra continuer encore longtemps. En tant qu'entreprise, nous en bénéficions comme emprunteur, mais nous la subissons dans nos placements. Nous la subissons d'autant plus que nous devons appliquer la règle dite de «cash & cash equivalent», consistant à n'investir que dans des produits éligibles à cette notion. Cette contrainte que nous devons respecter chez Sanofi ne nous permet pas d'accéder à des solutions à taux positifs, voire même à zéro, car nous sommes tenus de n'investir que sur la partie courte voire très courte de la

courbe des taux. Il existe encore quelques possibilités très marginales de capter des taux à zéro voire très légèrement positifs via les dépôts ou comptes à terme qui sont proposés par des banques mutualistes. Mais sur la majorité de nos placements, notamment sur les OPCVM monétaires, qui représentent une grande part de nos placements, notre rémunération est négative et cela devrait durer encore plusieurs années.

David Guyot, cofondateur et directeur général de Pandat Finance : Nous considérons aussi que les taux vont rester durablement bas mais pour des raisons démographiques. En effet, comme au Japon, la plupart des économies développées sont composées d'une population vieillissante et d'Etats surendettés voire exsangues qui doivent faire face à des dépenses importantes en termes de santé et de dépendance. A la faillite et au chaos, les Etats préfèrent alors des taux négatifs qui permettent de financer le vieillissement de la popula-

tion. Nous pensons donc que les taux vont rester bas et négatifs pour très longtemps. Nous avons tout de même été surpris en 2015 quand les taux sont devenus négatifs car nous pensions qu'il était plus pertinent de rester à zéro que d'aller en territoire négatif. Nous avons aussi été surpris par la réaction récente de la BCE qui a fait passer ses taux de -0,40 % à -0,50 %. Nous ne sommes pas convaincus de la pertinence de cette mesure ; en effet, si la transmission de la politique monétaire à l'économie n'est pas rapide, elle existe tout de même. Pour preuve, le crédit progresse, les Etats continuent de fonctionner. Il n'était pas nécessaire d'accélérer sur ce sujet. Par ailleurs, cette politique a des effets négatifs à court terme. Certains acteurs économiques prennent plus de risque dans leurs portefeuilles car ils cherchent du rendement plutôt que de la sécurité dans la trésorerie. De plus, elle a aussi des effets à long terme qui peuvent être pernicieux et que nous ne parvenons pas pour l'instant à identifier et à mesurer.



Avez-vous estimé le coût pour une entreprise comme Sanofi de devoir investir sa trésorerie à taux négatifs ?

Cyril Merkel : La trésorerie de Sanofi est très conséquente, elle varie entre 5 et 10 milliards d'euros en fonction de la cyclicité de notre activité. La direction nous impose une contrainte : celle de «cash & cash equivalent» afin de pouvoir déduire tout le cash de la dette brute et de minimiser ainsi la dette nette. Il est clair que depuis 2015, nous avons fait des propositions pour obtenir un rendement positif, comme d'investir sur des fonds obligataires à court terme. Mais compte tenu de la volatilité supplémentaire induite par ces produits et du différentiel en termes de rendement qui n'était pas forcément très élevé, ces propositions ont été refusées. Nous avons donc communiqué avec la direction sur le fait que les revenus tirés des placements seront négatifs. Celle-ci a accepté cette conséquence. Nous ne pouvons à la fois nous conformer à cette contrainte de «cash & cash equivalent» et générer un revenu positif issu des placements.

Quelles sont en moyenne les performances des fonds monétaires ?

Cyril Merkel : Nous investissons dans une dizaine de fonds de trésorerie. Depuis le début de l'année (YTD), la performance moyenne de ces fonds est de - 25 points de base. Elle est certes négative, mais ces fonds sont bien gérés, diversifiés, très liquides et finalement plus performants qu'un dépôt bancaire qui coûte entre - 40 et - 50 points de base. Il est aussi possible d'y mettre de gros tickets car les fonds utilisés ont de «gros» actifs.



« Une réflexion est en cours pour trouver des alternatives aux fonds monétaires au prix d'une moindre liquidité et d'un risque de crédit supérieur. »

ALAIN GUELENNOC

DIRECTEUR GÉNÉRAL, FEDERAL FINANCE GESTION

Quels sont les risques induits par les taux négatifs ?

Cyril Merkel : Mon point de vue est assez provocateur : il n'y en a pas. Si on prend l'exemple d'une grande entreprise qui a un projet d'investissement associé à un business plan : que les taux soient à 0,5 % ou à - 0,20 %, cela ne va pas modifier l'intérêt du projet. Les taux d'intérêt ne déterminent pas la décision d'investissement, ils constituent simplement un effet d'aubaine.

Mathilde Lacoste : Nous constatons en tant que gérant que beaucoup de sociétés se permettent d'émettre des montants supérieurs à leurs besoins, sur des maturités plus longues. Le taux d'endettement des sociétés les moins bien notées augmente. Le couple rendement/risque de certaines émissions est de piètre qualité pour nous investisseurs.

Alain Guelennoc : Cette dégradation de la qualité du crédit ne concerne pas de grands groupes comme Sanofi, mais davantage des sociétés de taille plus petite et moins bien notées. Nous constatons d'ailleurs sur le marché du crédit en euro l'apparition de nouveaux entrants, des non-résidents qui viennent s'endetter en euro et qui sont notés BBB/BBB-, voire qui doivent être

classés dans la catégorie haut rendement. Les taux négatifs ont engendré deux types de risque. Le premier est lié à la liquidité. Les investisseurs achètent des actifs moins liquides afin d'obtenir du rendement comme, par exemple, du crédit à maturité à deux ou trois ans, qui est beaucoup moins liquide qu'un fonds monétaire, sans même évoquer les investissements dans la dette privée. Le second risque relève du crédit. Il a sensiblement augmenté dans les portefeuilles en raison de la recherche de rendement. Il n'y a pas eu de crise du crédit depuis longtemps, ce qui a peut-être conduit certains opérateurs de marché et des investisseurs à oublier que ce risque existe.

David Guyot : Les entreprises comme les investisseurs recherchent du rendement et placent des sommes qui devraient être dédiées à de la trésorerie dans d'autres catégories d'actifs. Cette politique ne concerne pas les très grandes entreprises cotées, mais des entreprises de taille plus petite qui ne sont pas tenues de respecter les règles de «cash & cash equivalent», elles vont donc aller chercher du rendement car elles n'ont pas encore accepté de placer des liquidités à taux négatifs.

Cyril Merkel : Les ETI (établissements de taille intermédiaire) et petites sociétés peuvent aller

chercher du rendement en investissant sur des produits un peu plus risqués car elles ont moins de contraintes (elles ne sont pas cotées, elles ont donc moins d'obligations en communication financière). Si la direction accepte et comprend cette prise de risque, il n'y a pas de problème : du risque oui, mais si le risque est compris.

David Guyot : Il est indispensable de mettre en place une charte de trésorerie qui permet au directeur financier d'obtenir l'aval écrit concernant cette prise de risque auprès de la direction générale ou de la famille propriétaire de l'entreprise.

Cyril Merkel : La commission placements de l'AFFE conseille de mettre en place ce type de charte. Celle-ci est nécessaire dans toute entreprise ne disposant pas d'une culture des placements et qui à un moment donné cède par exemple une activité et obtient par ce biais du cash à investir. Les «guidelines» internes doivent être comprises et acceptées par la direction.

David Guyot : Une autre conséquence des taux négatifs, paradoxale, réside dans l'augmentation des encours de trésorerie. Depuis 2009, la trésorerie des entreprises du SBF 120 n'a eu de cesse d'augmenter. Les crises

financières de 2008 et de 2011 ont induit une forte réduction du crédit bancaire, les entreprises ont de ce fait souhaité augmenter leur niveau de cash afin d'être moins dépendantes des banques.

Cyril Merkel : Fin 2015 quand les taux sont passés en territoire négatif, nous étions nombreux à anticiper que les fonds monétaires court terme verraient leurs encours massivement diminuer voire disparaître et n'intéresseraient plus les investisseurs, ce qui n'a pas été le cas.

Mathilde Lacoste : Cela fait 10 ans que nous nous interrogeons sur l'avenir des fonds monétaires. En fait, ils conservent leur intérêt. Ces fonds disposent d'un couple rendement/risque très sécurisé, sont très liquides et diversifiés, et offrent un rendement supérieur aux dépôts bancaires.

Quels sont les supports de placement adaptés à la gestion de trésorerie ?

David Guyot : Pour les entreprises, les principaux supports pour gérer la trésorerie sont les comptes courants, les comptes à terme et les OPCVM monétaires. En revanche, les institutionnels (assureurs, caisses de retraite, mutuelles, etc.) disposent de plus de solutions car ils s'inscrivent dans une logique à plus long terme, il en va de même des holdings patrimoniaux. Ces derniers possèdent souvent beaucoup de liquidité à investir. Ces acteurs distinguent de ce fait une poche de trésorerie à court terme et une poche de trésorerie à plus long terme qu'ils investissent en obligataire et en immobilier. Ce dernier est très à la mode notamment chez les particuliers qui sont friands de SCPI. L'immobilier n'est pas le produit miracle, pour autant. Aujourd'hui compte tenu

des prix d'achat des nouveaux actifs, les rendements devraient baisser dans le futur, même s'ils versent encore des rendements supérieurs à 4 %. Les investisseurs les moins avertis ne mesurent pas toujours bien les risques de ces produits et leurs limites en termes de liquidité. Ces derniers possèdent un horizon de placement de 10 ans minimum pour pouvoir faire face à un retournement de cycle. Ce ne sont pas des produits à court terme.

Alain Guelennoc : Il existe en effet traditionnellement deux poches d'investissement : une poche à court terme à savoir la trésorerie et une poche à long terme investie en obligations et en immobilier. Mon propos est justement de dire qu'il faudrait considérer une troisième poche intermédiaire correspondant à une trésorerie un peu plus longue courant sur deux, trois voire quatre ans, où les institutionnels pourraient placer leur excédent de trésorerie avec un rendement supérieur et une meilleure visibilité.

Mathilde Lacoste : Les fonds obligataires court terme correspondent justement à cette troisième poche intermédiaire. Ces fonds rencontrent un grand succès. Nous avons beaucoup col-

lecté sur cette expertise depuis le début de l'année, les encours ont gonflé de 40 % en 2019. Mais l'Autorité des marchés financiers (AMF) a un peu coupé court à ce type d'initiatives. Jusqu'en début d'année, il existait une note de place qui confortait les commissaires aux comptes (CAC) dans le fait qu'ils pouvaient considérer ces fonds comme étant des «cash & cash equivalent». Depuis lors, cette note de place a été retirée et les CAC doivent procéder à leur propre évaluation et déterminer si chaque fonds peut ou ne peut pas être considéré comme équivalent de cash. Les CAC sont de ce fait beaucoup moins à l'aise et refusent souvent de classer un fonds obligataire court terme dans la rubrique des fonds «cash & cash equivalent». Pour les fonds qui étaient considérés comme «cash & cash equivalent» avant 2019 le sont majoritairement restés, mais la plupart des nouveaux n'ont pas obtenu ce statut. Il existe maintenant moins d'une dizaine de fonds sur le marché français qui sont sur ce créneau dit «cash & cash equivalent» non monétaire. Ces fonds s'adressent à deux types de client : les entreprises qui ont besoin de fonds «cash & cash equivalent»

et qui ont réussi à convaincre les CAC de valider cette initiative, et les institutionnels qui ont réussi à identifier des poches de trésorerie un peu plus longues et peuvent sélectionner des produits avec des maturités supérieures aux fonds monétaires. Ils peuvent s'inscrire dans cette catégorie court terme même s'ils ne sont pas estampillés «cash & cash equivalent» car ils sont très cadrés, possèdent des limites de volatilité très faibles, une maturité moyenne maximum à 1,5 an et sont investis dans des titres notés investment grade. La différence de rendement avec un fonds monétaire n'est donc pas très élevée, ils permettent de gagner entre 20 et 30 points de base, mais pas 1 %.

Les fonds obligataires court terme sont-ils gérés avec la même prudence que les fonds monétaires ?

Mathilde Lacoste : Lorsque nous avons lancé notre fonds obligataire court terme, notre objectif était d'obtenir l'aval des CAC et de le proposer aux entreprises pour gérer leur trésorerie longue. Pour autant, nous recommandons une durée de placement à minima de six mois. Il ne s'agit pas d'un problème de



« Depuis la crise de la dette souveraine en zone euro, nous avons intégré des limites dans nos portefeuilles concernant les émetteurs périphériques. »

MATHILDE LACOSTE

Responsable France gestion investment grade pour compte de tiers, Swiss Life AM France



liquidité, mais de volatilité due à la maturité plus longue des titres en portefeuille, ce n'est pas un produit de gestion du cash au jour le jour.

Alain Guelennoc : Il existe deux catégories de fonds obligataires court terme. Les premiers sont considérés comme équivalents de cash avec une maturité maximale de trois ans, ils disposent d'une ossature «monétaire plus». Les seconds peuvent être des fonds à taux variable, nous en possédons un et nous pouvons investir dans ce cadre sur des maturités de sept ans. Le fonds possède tout de même une volatilité inférieure à 1, ce qui a permis à des trésoriers d'y souscrire, même s'il n'est pas équivalent de cash. C'est une façon pour eux d'allonger la maturité de leur trésorerie et d'obtenir des rendements courants supérieurs. En 2018, la volatilité a été élevée, mais en 2019 la performance est bien meilleure sur ces fonds : elle se situe entre 0,5 et 1 %. Ces performances les distinguent des fonds monétaires. La contrainte concernant ces fonds est donc de s'en tenir à la durée d'investissement recommandée.

Est-ce que les entreprises sont toutes logées à la même enseigne par les banques ?

David Guyot : En fait, le marché est segmenté. Les ETI investissent beaucoup moins dans les fonds monétaires que les grandes entreprises. Les entreprises qui possèdent moins d'un milliard d'euros ne sélectionnent plus de fonds monétaires car elles peuvent trouver auprès des banques des rendements positifs. Les ETI et les PME parviennent encore à obtenir un compte courant avec une rémunération de 5 points de base voire jusqu'à 20 points de base. Il existe

aussi encore des comptes à terme dont la rémunération peut aller de 5 points de base à 75 centimes sur cinq ans. Il existe une vraie décorrélation entre les taux de marché et les taux que les banques sont prêtes à proposer à leurs clients. Les banques sont face à une problématique d'équilibre actif/passif. Elles sont contraintes d'équilibrer les dépôts avec les prêts consentis. Elles sont donc à la recherche de dépôts et sont prêtes à payer pour en récupérer. Les dépôts des entreprises sont considérés par les régulateurs comme de meilleure qualité que ceux des investisseurs institutionnels. Certaines entreprises parviennent donc à obtenir une rémunération à zéro plus. Pour autant, toutes les grandes banques françaises à un moment donné ont décidé de réduire les gros dépôts qu'elles pouvaient accepter. Au-delà de 100 millions d'euros, elles les refusent. Elles sont obligées de ne pas appliquer les taux négatifs, par contre, elles appliquent des frais de gestion. Comme les entreprises ne veulent pas placer leur argent dans des banques plus risquées, au-delà d'un certain montant, il n'y a pas beaucoup de choix, il faut accepter du plus long terme ou une prise de risque supérieure ou une rémunération négative. A contrario, les fonds monétaires ont trouvé une nouvelle clientèle, à savoir les institutionnels. Ces derniers plaçaient traditionnellement des liquidités sur leurs comptes titres auprès des dépositaires, mais ceux-ci se sont mis à facturer les dépôts. Tout devient alors relatif : - 0,25 % de rémunération devient intéressant. Les institutionnels optimisent leur gestion de trésorerie en allant sur ce type de fonds.

Cyril Merkel : Ces opportunités existent en effet pour les entreprises qui ont quelques millions à investir. Les banques régio-

nales proposent alors ce type de rémunération. En tant que grande société, nous n'y avons accès qu'à la marge. L'effet de masse ne nous favorise pas.

Alain Guelennoc : Dans notre gamme de fonds monétaires, cette évolution est très claire. Nous possédions auparavant des fonds monétaires dédiés au grand public et aux petites entreprises : ils ont quasiment disparu, nos encours en monétaire ne concernent plus ces types de clientèle. Par contre, les grands institutionnels investissent toujours dans ce type de fonds. Nous gérons un mandat pour un grand assureur de la place qui place sa trésorerie dans le monétaire. Plus généralement, les assureurs se trouvent confrontés à de nombreuses tombées de titres obligataires qu'ils ont du mal à réinvestir. Ils gardent de ce fait beaucoup de liquidités. Et ils vont devoir faire à de nouvelles tombées importantes en 2020, 2021 et 2022. Ils sont ainsi en train de réfléchir avec les gérants d'actifs à de nouvelles solutions. Pour ce type de clients professionnels et avisés, nous avons déjà construit des offres du type fonds de dettes privées, mais pour l'instant, nous n'avons pas réussi à créer des fonds équivalents dans le domaine du monétaire. Aujourd'hui, prêter à des ETI à court terme et réaliser un placement qui rapporte davantage que l'Ester ou l'Eonia est compliqué. Une réflexion est en cours pour trouver des alternatives aux fonds monétaires au prix d'une moindre liquidité et d'un risque de crédit supérieur.

Quelles formes pourraient prendre ces solutions ?

Alain Guelennoc : Par exemple, le modèle fonds de prêts pourrait être transposé dans une formule à court terme. Ces fonds et/ou

ces placements ne peuvent être réalisés que sur des montants très limités. Le régulateur ne pourrait les autoriser pour tous les types d'investisseurs.

David Guyot : La trésorerie court terme de l'entreprise doit être liquide à moins de trois mois. Les contraintes des investisseurs institutionnels sont très différentes. Les assureurs disposent d'un prévisionnel différent, ils n'ont pas les mêmes besoins en liquidité que les entreprises. Les produits doivent être différenciés en fonction des besoins des clients. Cela pousse à l'innovation. Aujourd'hui, la dette privée a eu un tel succès qu'elle ne propose plus de rendements.

Existe-t-il des alternatives spécifiques pour les investisseurs institutionnels ?

Alain Guelennoc : Les institutionnels ont aussi la possibilité d'acheter des obligations à trois ou quatre ans qui ne sont pas comptabilisées en prix de marché, ce qui permet de linéariser le rendement. Cette méthode constitue notamment un avantage pour la trésorerie de moyen terme. Les institutionnels développent donc ce type d'investissement. D'ailleurs, nous constatons l'existence d'un nombre croissant d'émissions sur ce type de maturité. Cette tendance devrait s'accroître car les investisseurs considèrent qu'ils n'ont pas de visibilité sur un placement à 8 ou 10 ans et préfèrent des placements à plus court terme. Ces comportements sont assez nouveaux.

Mathilde Lacoste : Les fonds obligataires à échéance sont également bien adaptés à des maturités à moyen terme. L'échéance est fixée donc le client, sauf risque de défaut, connaît a priori son ren-

« La commission placements de l'AFTE conseille de mettre en place une charte de trésorerie. »

CYRIL MERKEL

TRADER, SANOFI ET RESPONSABLE DE LA COMMISSION PLACEMENTS, AFTE



dement. Il doit juste être en capacité de subir la volatilité durant la durée de vie du produit, et à l'échéance il perçoit le rendement convenu. Mais il lui faut sélectionner des fonds de très bonne qualité afin de ne pas être exposé au risque de défaut.

David Guyot : Les fonds à échéance concernent principalement des clients institutionnels ou patrimoniaux. Les dirigeants de holding patrimoniale peuvent avoir du cash à mettre de côté dans l'attente d'une opération ou après une cession ou lorsque leur entreprise se situe dans un secteur mature et qu'ils n'ont pas de projets d'acquisition. Ils peuvent alors se positionner sur des actifs un peu plus risqués. Parmi les solutions qui rencontrent du succès, nous trouvons aussi les produits structurés qui arrivent à apporter encore un peu de rendement. Ils offrent des scénarios construits par les banques et permettent de sortir des rendements faciaux intéressants en cas de réalisation de ces scénarios. Les taux bas poussent à aller vers ce type de solutions qui peuvent apparaître plus risquées. Est-ce que les entrepreneurs auraient utilisé ce type de produits si les taux étaient plus élevés ? Cela n'est pas certain.

Alain Guelennoc : Ces solutions ne correspondent pas du tout à des produits de trésore-

rie. Le risque de perte est élevé. Du point de vue de la directive Solvabilité 2, ils mobilisent des ratios élevés compte tenu des risques. Ils s'intègrent plutôt dans une poche à risque à moyen-long terme.

Mathilde Lacoste : Certains produits structurés correspondent à une recherche de rendements à tout prix. Ils sont parfois classés dans la trésorerie, mais il faut faire attention à ce type de solution.

David Guyot : Elles se situent dans la même catégorie que l'immobilier. En France, il existe une culture très favorable à l'immobilier, d'autant plus que cela fait une vingtaine d'années qu'il n'y a pas eu de crise. De ce fait, ces investissements sont massifs et positionnés en fond de portefeuille. Cette classe d'actifs comme celle des produits structurés se vendent bien ; par contre, elles comportent des risques qui sont souvent sous-estimés, notamment le risque de krach dans l'immobilier. Ils ne concernent en revanche pas les grandes entreprises soumises à la contrainte de «cash & cash equivalent», qui n'investissent que dans les fonds monétaires, les comptes courants ou les comptes à terme.

Alain Guelennoc : Si l'on considère que la trésorerie est un placement disponible ou qui

a une échéance certaine avec un capital quasiment garanti à l'exception d'un risque de crédit, elle est différente de l'immobilier ou d'un produit structuré dont les prix sont soumis à des aléas.

David Guyot : Pour revenir à nos propos initiaux, la politique de la BCE a entraîné la constitution de bulles. Il en existe dans l'immobilier, mais aussi dans le crédit. La principale problématique pour les investisseurs institutionnels est de savoir s'ils doivent s'inscrire dans ces bulles et bénéficier de la hausse des actifs ou s'ils doivent se tenir à l'écart.

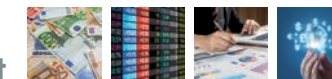
Mathilde Lacoste : Cette problématique se pose aussi pour les gérants. Nos fonds dédiés à la trésorerie sont gérés très prudemment. Notre société de gestion est filiale d'une compagnie d'assurances, ce qui nous confère une approche plutôt prudente. Par conséquent, par moments, nous nous mettons en retrait du marché. Actuellement, nous avons par exemple réduit notre exposition au crédit, sachant que nous pourrions en pâtir en termes de performance si le marché reste positif. Nous pensons que le marché reste générateur de performance en partie pour des raisons plus techniques que fondamentales. La problématique étant alors de savoir ce qui motive notre positionnement : il ne faudrait

pas investir sans conviction réelle en espérant sortir avant l'éclatement d'une bulle, par exemple. Dans un fonds monétaire, nous ne pouvons avoir ce type de raisonnement et devons rester très prudents. Certains gérants se permettent d'aller sur certains secteurs ou zones géographiques, d'être concentrés par exemple sur l'Italie. Nous avons pu constater que des fonds monétaires pouvaient être exposés à hauteur de 20 % à 30 % sur l'Italie. Nous considérons de notre côté que ces titres sont aujourd'hui très volatils et peu rémunérateurs et ne correspondent pas à notre vision des fonds monétaires et à ce qu'attendent nos souscripteurs. Depuis la crise de la dette souveraine en zone euro, nous avons intégré des limites dans nos portefeuilles concernant les émetteurs périphériques. Nous avons aussi ajouté des contraintes sur le secteur automobile au moment du «diesel gate». Nous tirons les conséquences de chaque événement important de marché.

Alain Guelennoc : N'oublions pas, tout de même, que les banques les moins rentables en Europe sont les banques allemandes. Le risque pays n'a pas forcément un impact direct sur le sous-jacent. Commerzbank est de moins bonne qualité qu'Intesa Sanpaolo par exemple. La notation en interne des sociétés de gestion doit s'attacher à chaque émetteur.

La nouvelle réglementation sur les fonds monétaires n'est-elle pas plus contraignante pour les gérants ?

Mathilde Lacoste : Elle prévoit que les sociétés de gestion disposent de leur propre équipe de notation interne afin de n'être pas dépendantes des agences de



« Les ETI investissent beaucoup moins dans les fonds monétaires que les grandes entreprises. »

DAVID GUYOT

COFONDATEUR ET DIRECTEUR GÉNÉRAL, PANDAT FINANCE

notation. Cependant, cela permet aussi aux sociétés de gestion de noter par exemple une société AA alors qu'une agence comme S&P la notera double BB et de prendre ainsi plus de risques. Cette règle a laissé la porte ouverte à des prises de risque inconscientes et tant qu'il n'y aura pas un contrôle plus approfondi, un défaut ou un événement majeur de crédit qui impactera des fonds, certains se permettront de prendre des risques. De notre côté, nos notations internes ne sont jamais plus favorables que celles des agences. Par ailleurs, le ratio de liquidité prévu par la réforme était déjà pris en compte par certaines sociétés de gestion comme la nôtre. La gestion du passif était également déjà intégrée. La seule contrainte supplémentaire apportée par la réforme a consisté dans la multiplication des reportings notamment vis-à-vis de l'Autorité des marchés financiers (AMF) ou encore sur le site internet. Nous avons renforcé les équipes dédiées au risque et à la compliance.

Alain Guelennoc : Nous n'avons pas la même évaluation de la réforme. Pour nous, le reporting était déjà totalement transparent notamment parce que nous travaillons pour des compagnies d'assurances et d'autres institutionnels qui exigent la transparence des portefeuilles. Par contre, le ratio de liquidité

peut tout de même constituer une contrainte à certaines périodes, en fin de trimestre par exemple. De même, la connaissance du passif force les commerciaux à interroger les corporates sur leurs échéanciers.

Cyril Merkel : En ce qui nous concerne, nous informons le gérant le plus en amont possible de nos souscriptions et de nos rachats. De leur côté, les gérants sont davantage en lien avec les investisseurs depuis la crise financière. Ils répondent plus facilement à nos questions, nous les rencontrons régulièrement, ils sont plus disponibles. Les échanges se multiplient. Nous préconisons et tendons vers une certaine transparence.

Est-il possible de doper la performance de la trésorerie en s'exposant au dollar ?

Cyril Merkel : Notre activité nous amène à recevoir beaucoup de dollars ; jusqu'à récemment, nous swapions systématiquement ces dollars en euros. Depuis deux ou trois ans, nous nous accordons la possibilité de conserver une partie des dollars reçus afin de profiter du rendement favorable proposé par le Neu CP (Negotiable European Commercial Papers) et les MMF (money market funds) et nous conservons le risque de change.

David Guyot : Les corporates qui utilisent le dollar disposent d'une activité en dollar. Il n'y a pas d'arbitrage entre le dollar et l'euro.

L'analyse ESG est-elle maintenant intégrée aux fonds monétaires ?

David Guyot : Un fonds monétaire consiste avant tout à prêter de l'argent aux banques, il en va de même pour un compte à terme et un compte courant. Comment dans ce cadre définir les critères ESG ? Est-ce qu'ils doivent porter sur les financements de la banque ? Dans le cas présent, nous manquons d'information. Autre sujet : il n'existe pas de banque «green» à quelques exceptions près. Une banque française a mis en place un compte à terme à impact, il a rencontré un franc succès. Mais ces initiatives restent limitées à l'échelle du bilan des banques françaises. Ces dernières doivent toutefois évoluer car les entreprises réclament maintenant des placements de trésorerie verts. En effet, elles ont besoin de fournir un rapport ESG et veulent se positionner sur ces sujets. D'ailleurs, la prise de conscience est collective, les banques refusent maintenant d'apporter des capitaux à certains secteurs comme le charbon, le tabac ou l'armement. Plus généralement, les banques mutualistes et coo-

pératives financent les territoires, elles peuvent être alors associées à l'ESG ; en fait, tout dépend de la façon dont nous définissons ces critères ESG.

Alain Guelennoc : Ce sujet n'est pas simple, d'autant que l'Autorité des marchés financiers (AMF) n'a pas encore publié sa doctrine. Nous gérons des fonds monétaires ESG pour lequel nous notons toutes nos contreparties (banques et corporates). Pour les banques, la partie environnementale est sous-pondérée par rapport aux autres critères, notamment la gouvernance qui est surpondérée. Cela confère une contrainte supplémentaire aux gérants de portefeuille ; en effet, sur 100 émetteurs, nous allons en exclure une vingtaine pour satisfaire à ces critères. Pour chaque émetteur, nous associons une notation crédit à une notation ESG. Cette méthode va pousser les établissements bancaires à faire preuve de plus de transparence sur les financements octroyés.

Mathilde Lacoste : La labellisation de plusieurs de nos fonds monétaires est à l'étude. Il faut dans ce cadre être capable de mener une analyse ESG de tous les émetteurs, même si le label nous autorise pour 10 % du portefeuille à ne pas utiliser ces critères. La généralisation des labels pousse tous les émetteurs, banques ou entreprises, à être plus transparents. L'ESG soulève la problématique de l'hétérogénéité des méthodes appliquées par les sociétés de gestion. Il est difficile dans ce cadre de comparer les fonds. L'intérêt du label est d'apporter des critères communs, même si une partie est subjective. La démarche est tout de même intéressante. ■ Propos recueillis par Sandra Sebag @sebagsandra1

Le grand débat - L'actualité des sociétés

Fédéral Finance Gestion, des pôles d'experts au service des institutionnels, de l'épargne et des clients privés

Fédéral Finance Gestion est une société de gestion spécialisée en gestion d'actifs pour compte de tiers, reconnue pour sa gestion ESG et ses produits d'allocation, et qui fournit également des solutions de gestion (gamme de fonds monétaires, obligataires, actions, mandat de gestion, etc.) pour un total de près de 37 milliards d'euros d'encours. Les experts de Federal Finance Gestion sont organisés à travers différents pôles. Ainsi, un pool «analyse et recherche» apporte son éclairage transversal, en particulier sur le thème de l'investissement socialement responsable (ISR), une conviction historique de Federal Finance Gestion. En gestion privée, l'expertise en allocation et sélection de fonds offre une gestion clés en main de l'épargne ou des investissements. L'équipe spécialisée sur les solutions multi-actifs (Cross Asset Solutions) s'appuie sur toutes les solutions innovantes de gestion quantitative et gestion actions et se met au service de la performance de l'épargne. Enfin, le pôle dédié aux mandats est là pour répondre aux exigences des clients institutionnels (gestion sous mandat sur mesure avec des services associés, fonds monétaires, obligataires et mixtes, etc.). Dans le domaine de la gestion monétaire, l'équipe est composée de trois gérants intervenant sur le marché monétaire, et elle est complétée par le savoir-faire des analystes. La stratégie repose sur la combinaison de différents moteurs de performance : le crédit (les émetteurs en portefeuille sont sélectionnés selon un processus rigoureux d'analyse du risque de crédit) ainsi que la tendance des marchés et la forme de la courbe des taux afin de se positionner sur la maturité optimale.

La salle de marché de Sanofi à la pointe de l'innovation

Présent dans la pharmacie, les vaccins et la santé grand public, le groupe Sanofi possède 100 000 collaborateurs et un chiffre d'affaires de plus de 34 milliards d'euros. Il investit une grande part de ses revenus dans la recherche et développement dont le montant en 2019 ressort à près de 6 milliards d'euros soit environ 17 % du chiffre d'affaires du groupe. Différents projets de transformation de la salle de marché ont été mis en place ces dernières années afin notamment de fluidifier les opérations de change en s'appuyant sur des plateformes digitales. Dans la même logique, la salle de marché s'intéresse aujourd'hui aux nouvelles solutions en cours de développement sur le «commercial paper» (comme Onbrane ou NowCP) car celles-ci pourraient lui permettre de gagner du temps, de limiter les erreurs de saisie et finalement d'automatiser les émissions comme, à terme, les placements. Autre sujet d'importance pour celle-ci : les placements ESG. «Dans le secteur pharmaceutique, nous nous devons d'être irréprochables en matière d'environnement, nous regardons donc attentivement les nouveaux fonds estampillés «verts», commente Cyril Merkel, trader dans la salle de marché de Sanofi.

Pandat apporte des solutions adaptées à tous les types d'entreprise

Courtier spécialisé dans la distribution de services bancaires pour les entreprises, Pandat Finance offre les meilleures solutions de placement et financement, grâce à un réseau de plusieurs dizaines de partenaires financiers. Les solutions proposées sont sur mesure et permettent de comparer rapidement les opportunités de placements partout en France. Grâce à la mise en compétition d'un large panel de partenaires bancaires et assureurs, les clients de Pandat Finance peuvent obtenir de meilleurs taux, plus rapidement et en toute sécurité. Pandat Finance est ainsi le garant d'une mise en relation rapide, avec à la clé une prestation de qualité, toujours sans frais et sans engagement. Les solutions apportées sont très larges et vont des comptes à terme, comptes sur livret et comptes courants aux contrats de capitalisation, en passant par les SCPI et les OPCI. Pandat Finance intervient aussi dans le cadre d'opérations de financement comme l'affacturage, les lignes de trésorerie et le crédit équipement et les services financiers, notamment les Perco, PEE et IFC. Créée il y a 10 ans, Pandat Finance compte 25 salariés et a accumulé 25 milliards d'euros de placements.

Swiss Life Asset Managers France place au cœur de ses stratégies la préservation des rendements et le pilotage des risques

Swiss Life Asset Managers France est l'entité de gestion d'actifs de Swiss Life Asset Managers en France. La structure, forte de près de 250 collaborateurs, compte 53 milliards d'euros d'actifs sous gestion au 30 juin 2019. Swiss Life Asset Managers France capitalise sur des équipes expérimentées, un savoir-faire et des compétences reconnus afin de proposer une offre complète de solutions d'investissement en valeurs mobilières et actifs immobiliers, au service du groupe Swiss Life et pour le compte de clients tiers. Swiss Life Asset Managers a développé une large gamme de fonds ouverts et mandats, gérés activement en taux, actions et allocation d'actifs. Dans le contexte actuel d'incertitudes macroéconomiques et de baisse des taux d'intérêt, la préservation des rendements et le pilotage de l'exposition aux risques doivent être au cœur de la réflexion. Parmi les expertises proposées pour répondre à ces objectifs, le high yield reste attractif avec notamment des solutions d'investissement à échéance comme SLF (F) Opportunité High Yield 2023, mais aussi des stratégies actions défensives comme le minimum variance, ou les actions protégées, et enfin l'immobilier et les infrastructures.