

# Placements de trésorerie

## Timide éclaircie à l'horizon

Comme c'est le cas depuis près de deux ans, la grande majorité des rendements offerts par les produits de trésorerie restent en territoire négatif. Mais après avoir touché un point bas durant le premier semestre, notamment pour les fonds monétaires, les rémunérations ont récemment entamé un léger sursaut. Pour de nombreux spécialistes, le «bout du tunnel» commence à s'entrevoir.

C'est un triste anniversaire que s'apprentent à célébrer les entreprises. Il y a presque deux ans, ces dernières voyaient en effet la rémunération de leurs placements de trésorerie basculer en territoire négatif. Depuis cette date, les rendements offerts n'ont cessé de plonger, pour s'établir le plus souvent dans une fourchette comprise entre - 0,25 % et - 0,20 %. Si les conditions du moment demeurent très défavorables pour les sociétés affichant des excédents de liquidité, une légère inflexion paraît toutefois se matérialiser. Selon plusieurs spécialistes, le mouvement baissier observé sur les taux des supports de trésorerie aurait en effet pris fin il y a quelques semaines. Mieux, les rendements proposés par certaines banques et certains fonds monétaires seraient même repartis légèrement à la hausse ! «Même s'il est encore trop tôt pour dresser un constat définitif, il semblerait bel et bien que le point bas des rendements négatifs soit derrière nous», avance Philippe Renaudin, responsable de la gestion monétaire chez BNP Paribas AM.

### Un appétit plus marqué des banques

Cette embellie tient en grande partie aux banques. Afin de faire face à un environnement toujours très concurrentiel sur le compartiment des entreprises, plusieurs d'entre elles consentent à faire des efforts commerciaux. «Les établissements bancaires sachant que les PME leur apporteront dans le futur un flux d'affaires – et donc de commissions –, certains sont prêts à proposer jusqu'à 0,20 % sur des comptes courants rémunérés et jusqu'à 0,50 % par mois pour des comptes à terme renouvelables, des niveaux en progression de quelques points de base par rapport au début de l'année», constate David Guyot, fondateur du cabinet de conseil en placements Pandat. Bénéficiant de conditions sensiblement moins favorables, les grands groupes peuvent également faire l'objet de telles marques d'attention. «Afin de servir au mieux nos principaux clients corporate qui cherchent chez Société Générale une vue transverse leur permettant de saisir toutes les opportunités,

nous avons mis à disposition, courant août, une offre de dépôt à terme proposant un taux de 0 % sur un an, alors que les rendements offerts jusqu'à deux ans par les banques sont négatifs dans la grande majorité des cas, illustre Mireille Cuny, responsable mondiale des solutions de liquidité et d'investissements

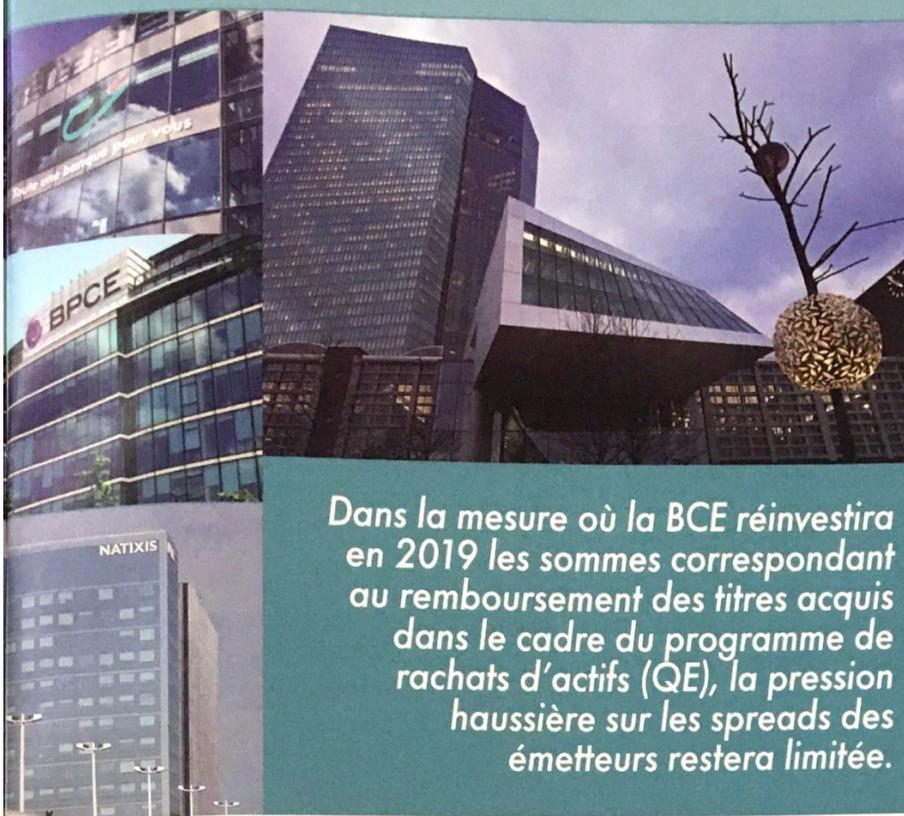
pour les entreprises chez Société Générale CIB. De même, nous leur avons récemment donné l'opportunité de souscrire des obligations en euros émises par Société Générale et indexées sur du CO<sub>2</sub>, dont le coupon atteignait près de 0,10 % pour une échéance relativement courte (décembre 2019).»

Depuis le début de l'année, la rémunération offerte par les banques européennes sur le marché monétaire a quasiment triplé.

### Les leviers de performance actuels

● **Cibler certains profils d'émetteurs** : «Affichant une excellente qualité de crédit, certaines entreprises peuvent offrir une prime de quelques points de base (de 2 à 5, voire plus) pour la seule raison que leurs titres ne sont pas notés, signale Mathilde Lacoste, gérante chez Swiss Life AM. Parmi cette catégorie d'emprunteurs venus récemment sur le marché monétaire figurent notamment Savencia (ex-Bongrain), Fromagerie Bel ou encore GrandVision.» Les emprunteurs non européens constituent également une cible attractive. «Nous avons régulièrement l'opportunité d'investir en euros ou en dollars sur des titres de banques chinoises ou originaires du Moyen-Orient disposant de solides notations, et qui peuvent offrir un surcroît de spread de l'ordre d'une dizaine de points de base par rapport à un comparable originaire de la zone euro», indique Philippe Renaudin, chez BNP Paribas AM.

● **Privilégier les maturités longues** : «En achetant des titres avec une échéance à deux ans plutôt qu'à un an, nous pouvons espérer bénéficier, pour un même émetteur, d'un regain de rémunération de l'ordre d'une dizaine de points de base», souligne Alain Richier,



Afin de répondre aux attentes des entreprises, certains établissements bancaires proposent des produits de trésorerie avec une composante RSE.

Dans la mesure où la BCE réinvestira en 2019 les sommes correspondant au remboursement des titres acquis dans le cadre du programme de rachats d'actifs (QE), la pression haussière sur les spreads des émetteurs restera limitée.



Outre la volonté d'entretenir la meilleure relation client possible, ces opérations visent aussi, pour les banques, à satisfaire un besoin structurel : le renforcement de leurs liquidités. Certes, après plusieurs années de politique monétaire extrêmement accommodante en Europe, celles-ci

restent abondantes dans les bilans des établissements. Néanmoins, plusieurs facteurs incitent actuellement ces derniers à gonfler leurs ressources. «Enregistrant depuis plusieurs trimestres une demande de crédit en forte croissance, la plupart des banques cherchent à collecter davantage de dépôts

de la part de leurs clients pour y faire face», observe David Guyot. A cela s'ajoute la normalisation à venir de la politique menée par la BCE. «Sous l'effet cumulé de l'arrêt des achats nets d'actifs (programme de quantitative easing, QE) à compter de décembre prochain et des remboursements par les

banques des fonds levés via les dispositifs d'emprunt à taux préférentiels (TLTRO), la liquidité présente dans le marché va diminuer tout au long de 2019 et de 2020, signale Laurent Gonon, directeur des gestions de BFT IM. Face à cette perspective, les établissements savent qu'ils doivent se reconstituer de

chez Ostrum AM. Dans ce contexte, les fonds obligataires court terme, dont l'horizon de placement est plus long que les OPCVM monétaires – ce qui rend leurs performances plus volatiles –, continuent d'attirer certains trésoriers.

● **Opter pour des dépôts en devises étrangères :** «Dans un souci de diversification et pour profiter de taux plus attractifs, certains groupes décident soit de conserver des liquidités en dollars, soit de swapper des euros en dollars, pour réaliser des placements dans cette monnaie», constate David Guyot, chez Pandat. Plusieurs banques proposent des offres de ce type. «Nos clients grandes entreprises ont la possibilité de procéder à des dépôts à terme en dollars ou en livres sterling, pour lesquels le taux peut atteindre respectivement près de 2,4 % et de 0,9 % sur trois mois, contre un rendement négatif pour les mêmes dépôts en euros», informe Mireille Cuny, chez Société Générale CIB. Des trésoriers se tournent également vers des fonds

A l'instar de particuliers, certaines PME investissent dans les SCPI.

monétaires investis dans d'autres devises que l'euro. «Quelques-uns de nos clients corporate ont placé des liquidités dans des fonds monétaires en dollars, surtout en début d'année, indique Pierre

Granié, coresponsable des liquidity solutions chez BNP Paribas AM. Ils ont ainsi obtenu temporairement, après swap en euros, un rendement supérieur de quelques points de base par rapport à un placement similaire en euros.»

● **S'orienter vers des produits risqués :** Certains groupes non soumis aux normes IFRS mettent enfin en œuvre des stratégies plus risquées, ne garantissant pas le capital investi. Cela concerne, par exemple, des placements sur des outils structurés, dont le rendement dépend de l'évolution d'un indice de référence (indice boursier, etc.).

«Nous voyons également des PME investir dans des sociétés civiles de placement immobilier (SCPI), dont la rémunération peut certes avoisiner aujourd'hui 4 %, mais qui exposent leurs investisseurs à des pertes en capital», pointe David Guyot.

la trésorerie et trouver des ressources ailleurs qu'auprès de la BCE.»

### Un rapport de forces moins favorable aux émetteurs

Cette situation profite directement aux gérants d'OPCVM monétaires, typologie d'instruments de trésorerie qu'affectent tout particulièrement les trésoriers. «Alors que les émetteurs bancaires étaient très peu visibles sur le segment monétaire en début d'année, ils se montrent désormais plus actifs sur presque toutes les maturités et pour des montants assez importants», pointe Julien Daire, directeur de la gestion taux et crédit de CPR AM. Une évolution d'autant plus appréciable que le rapport de forces entre les emprunteurs et

## Réforme des fonds monétaires : les gérants se veulent rassurants

- A l'instar des banques avec Bâle 3, les gérants monétaires sont dorénavant tenus de respecter des ratios de liquidité. «Entrée en vigueur cet été, la réforme européenne des fonds monétaires impose à ces derniers de détenir au moins 7,5 % de l'encours de leur portefeuille sous la forme de cash au jour le jour, et 15 % sur une semaine, indique Laurent Gonon, chez BFT IM. Jusqu'alors, il n'existait aucune contrainte de ce type.»
- Certains clients, parmi lesquels des trésoriers de grands groupes, redoutent que cette obligation ne provoque une diminution du rendement offert dans la mesure où les ressources mobilisées ne pourront plus être investies sur

des actifs permettant de doper la rémunération. Sur ce point, les gérants se veulent toutefois rassurants. «Bien avant l'adoption de ces ratios, nous avons adopté une approche défensive, ce qui nous amenait déjà à conserver dans nos portefeuilles une part significative de cash», poursuit Laurent Gonon. Les principaux fonds monétaires de la place seraient dans le même cas de figure. «De longue date, nous devons respecter des ratios internes, qui sont sensiblement plus élevés que les seuils fixés par la nouvelle réglementation, témoigne Mathilde Lacoste, chez Swiss Life AM. Ce faisant, cette dernière n'aura aucun effet sur le rendement offert par nos OPCVM monétaires.»

les prêteurs commence à se rééquilibrer au profit de ces derniers. «Comme c'est traditionnellement

le cas à cette période, les fonds monétaires ont enregistré des sorties de cash importantes en avril-mai, en raison notamment des paiements de dividendes qui nécessitaient pour certains de nos clients de récupérer des liquidités, explique Julien Daire. Si une partie de cette décollecte a été compensée par de nouvelles entrées depuis l'été, l'ampleur du rechargement a été moindre cette année. Les enveloppes à investir étant, en conséquence, moins abondantes, les émissions de titres tendent à faire l'objet d'un appétit plus limité, ce qui a une

incidence directe sur le niveau des spreads.»

Du fait de taux de souscription généralement élevés, les spreads n'avaient jusqu'alors cessé de se resserrer, au point de tomber durant le premier trimestre à des planchers inédits. «En début d'année, les marges offertes par les banques françaises sur un an oscillaient entre 0 et 5 points de base», rappelle Julien Daire. Même constat pour les entreprises non financières. «Le 21 mars dernier, Sanofi avait par exemple émis un "floater" 2 ans à

### Les tensions à l'international incitent à la prudence

- Incertitudes politiques en Italie, escalade protectionniste fragilisant la croissance du commerce mondial, crise économique et financière au sein de plusieurs économies émergentes...

Généralisant de la volatilité sur les marchés financiers, ces événements conduisent certains trésoriers à se montrer vigilants. «Nous suivons en ce moment avec davantage d'attention la volatilité des OPCVM monétaires et fonds obligataires court terme dans lesquels nous avons investi une partie de nos liquidités», signale un responsable financier de grand groupe. Une préoccupation que ressentent également les gérants. «Depuis le mois de juin, nos clients nous interrogent régulièrement sur les répercussions des tensions en Italie, sur le poids des actifs italiens dans nos portefeuilles ou encore sur les banques domestiques auxquelles nous sommes exposées», informe Isabelle Poulain-Nicolas, chargée des relations avec les entreprises et investisseurs institutionnels chez CPR AM.

- Dans ce contexte, de nombreux gérants tendent à devenir plus sélectifs. «Nous avons récemment opté pour un repli sécuritaire au sein de nos fonds, prévient Jean-Michel Nakache, directeur commercial et marketing institutionnel chez Swiss Life AM. Ce regain de prudence s'est notamment traduit par un raccourcissement de la durée de vie moyenne des titres détenus en portefeuille, par une concentration de nos investissements sur les émetteurs affichant la qualité de crédit la plus solide, par une augmentation de la taille des poches de cash dans nos fonds ainsi que par une position extrêmement défensive sur les actifs périphériques.»



**Mireille Cuny**, responsable mondiale des solutions de liquidité et d'investissements pour les entreprises, Société Générale CIB

«Nos clients grandes entreprises ont la possibilité de procéder à des dépôts à terme en dollars ou en livres sterling, pour lesquels le taux peut atteindre respectivement près de 2,4 % et de 0,9 % sur trois mois, contre un rendement négatif pour les mêmes dépôts en euros.»

indexation Euribor 3 mois avec un spread nul, rappelle Alain Richier, directeur de la gestion monétaire d'Ostrum AM. Un niveau rarement atteint pour une émission d'un corporate de même notation pour cette maturité.» Compte tenu du nouveau rapport offre/demande en vigueur, la situation a sensiblement changé. «Depuis le point bas du premier semestre, nous avons assisté à un quasi-triplement des spreads des émetteurs sur le compartiment monétaire, lesquels atteignent

aujourd'hui en moyenne entre 12 et 15 points de base, observe Philippe Renaudin. Même si ces niveaux restent très inférieurs au taux Eonia (- 0,36 %) auquel est indexé le rendement des OPCVM monétaires, les conditions de marché sont néanmoins plus positives qu'elles ne l'ont été au cours des années précédentes.» Ce faisant, la rémunération offerte par ces instruments a augmenté au cours des cinq à six derniers mois de 10 et 15 points de base, pour s'établir autour de - 0,20 %.



**David Guyot,**  
fondateur, Pandat

«Enregistrant depuis plusieurs trimestres une demande de crédit en forte croissance, la plupart des banques cherchent à collecter davantage de dépôts de la part de leurs clients pour y faire face.»

## Questions à... Cyril Merkel, président de la commission placements, Association française des trésoriers d'entreprise (AFTE)

### «Il conviendra de suivre de près les effets de la normalisation monétaire dans la zone euro.»

**La grande majorité des rendements offerts aux entreprises dans le cadre de leurs placements de trésorerie s'inscrit depuis plusieurs trimestres déjà en territoire négatif. Comment l'environnement a-t-il évolué au cours des dernières semaines ?**

Celui-ci n'a pas radicalement changé. Au niveau des OPCVM monétaires, la rémunération moyenne est aujourd'hui comprise entre - 0,25 % et - 0,20 %, en légère amélioration depuis le début de l'année. Et ce alors même que l'accroissement des risques à l'international (Italie, pays émergents, guerre commerciale...) a incité la plupart des gérants à se montrer toujours très prudents en matière d'allocation : diversification et liquidité au détriment du rendement. Du côté des dépôts à terme, nous n'observons pas de grand changement : toute la courbe jusqu'à un an est en territoire négatif. En ce qui concerne les banques mutualistes, qui sont habituées à proposer des dépôts à terme dits «boostés» – le rendement augmente à mesure que la durée du placement s'allonge –, un léger frémissement commence également à se faire ressentir. Alors que ces établissements offraient jusqu'à récemment 0 % lors de la première année, il est aujourd'hui possible d'obtenir 1, voire 2 points de base. Cette situation pourrait laisser penser que le point bas des taux négatifs est derrière nous.

**Dans ce contexte, les trésoriers revoient-ils leur stratégie ?**

De ce que nous observons au niveau de la commission placements de l'AFTE, la priorité des trésoriers reste la même : placer leurs liquidités sur des supports «cash & cash equivalent», qui sont censés être les plus liquides et les plus sécurisés mais qui,

en contrepartie, offrent les niveaux de rémunération les plus faibles. Pour doper la performance de leurs placements, quelques groupes décident cependant d'allouer une partie de la trésorerie sur des fonds obligataires court terme – mais cette solution est plus volatile. Parmi les sociétés percevant des revenus en dollars, certaines font également le choix de les conserver pour profiter de la vigueur des taux américains très positifs.



**Quels sujets vont mobiliser votre attention dans les prochains mois ?**

Il conviendra de suivre de près les effets de la normalisation monétaire (fin du QE, remontée des taux) dans la zone euro. Mais à plus court terme, notre vigilance se porte sur la réforme européenne des fonds monétaires, qui est entrée en application en juillet dernier. Au-delà de fixer de nouvelles règles en termes de reporting par exemple, ce texte impose aux gérants le respect de ratios de liquidité. Quelle sera la conséquence sur la rémunération offerte par ces instruments ? C'est ce que nous chercherons à vérifier dans les semaines à venir. L'impact éventuel du Brexit pourra aussi nous interpeller.