

# ■ Entreprise & finance

## Gestion de trésorerie



D'abord limité aux fonds monétaires court terme et à certains produits bancaires, le basculement en territoire négatif des rendements offerts par les supports de placements de trésorerie traditionnels s'est depuis généralisé. Alors que les rémunérations vont continuer de baisser dans les prochains mois, un nombre croissant d'entreprises réfléchit à s'orienter vers des solutions plus risquées.

# Placements : la baisse des rendements n'est pas finie

« **N**ous sommes entrés dans l'ère glaciaire des placements ! Alors que nous parvenions encore à dégager une rémunération moyenne de 0,02 % mi-2017, j'ai dû informer il y a quelques semaines ma direction générale que nous allions dorénavant perdre de l'argent en déposant notre cash sur des produits adaptés. » Comme l'illustre ce directeur financier du CAC 40, la trésorerie des ETI et des grands groupes a pris un sérieux coup de froid. Habitué à s'orienter vers des OPCVM monétaires et des supports bancaires de court terme, ces entreprises ont vu au cours des derniers mois le rendement de l'intégralité de leurs placements traditionnels basculer en territoire négatif. Ainsi, les rares banques qui continuaient d'offrir un taux

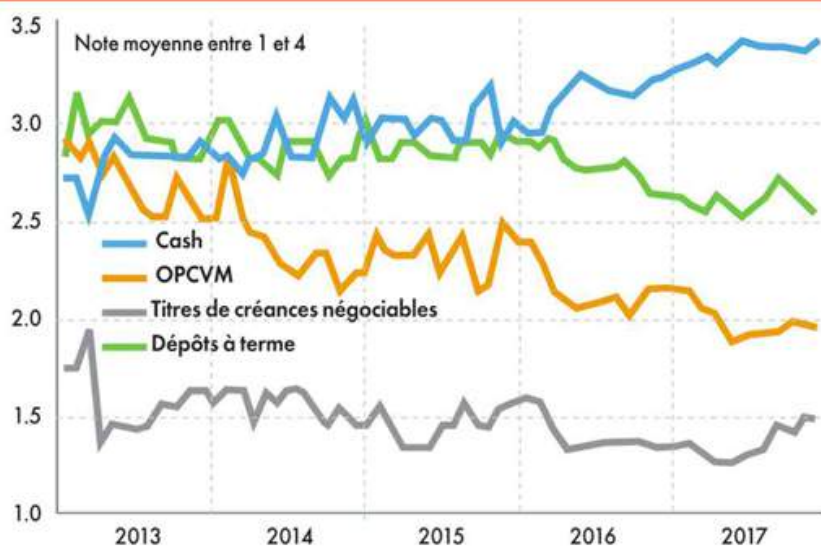
nul ou légèrement positif en contrepartie de dépôts à terme d'une durée d'un an ont récemment aligné leurs pratiques sur celles de leurs concurrents. Quant aux performances des fonds monétaires, elles se sont graduellement enfoncées sous le seuil de 0 %, pour aujourd'hui avoisiner - 0,10 % en règle générale. Déjà dans le rouge depuis plus d'un an, les rendements des fonds monétaires court terme ont de leur côté poursuivi leur chute, pour se rapprocher du taux Eonia (- 0,36 %).

### Des excès de liquidité persistants

Malheureusement, cette tendance à la détérioration n'est pas près de s'inverser. « Tant que la Banque centrale européenne ne relèvera pas ses taux directeurs, les taux courts, sur lesquels est indexée la rémunération des placements de trésorerie, ne remonteront pas,

prévient Laurent Gonon, directeur des gestions de BFT IM. Or nous n'anticipons pas d'action de ce type de la part de l'institution monétaire avant mi-2019, limitant ainsi toute possibilité de voir les rendements repartir à la hausse en 2018.» Il faut dire que, outre les taux, aucune amélioration notable n'est également attendue d'ici là sur le niveau des marges, qui représentent la seconde composante des rendements. Cette perspective vaut d'abord pour les placements effectués auprès de banques par les clients corporates. «Depuis de nombreux mois, la demande de crédits est inférieure aux injections massives de liquidités réalisées par la BCE, ce qui ne permet pas aux banques d'utiliser les ressources abondantes dont elles disposent, signale Mireille Cuny, responsable mondiale des solutions de liquidité et d'investissement pour les entreprises chez Société Générale CIB. Dans la mesure où les banques doivent déposer leurs liquidités excédentaires au sein de la BCE au taux de - 0,40 %, la perte est significative. Afin de contenir ce coût, les banques sont contraintes de limiter la taille des nouveaux dépôts, d'une part, et d'y appliquer une rémunération négative pour les maturités courtes, d'autre part.» Commune à l'ensemble des établissements, cette position devrait perdurer tout au long de l'année, même si quelques éclaircies commencent à se dessiner. «Face

## Les ETI et les grands groupes plébiscitent plus que jamais la détention en cash de leurs liquidités excédentaires



Sources : AFTE/Coe Rerecode

à l'envolée des encours de prêts immobiliers, certaines banques se mettent de nouveau à témoigner de l'appétit pour les placements d'entreprise», constate David Guyot, cofondateur du cabinet de conseil Pandat.

## Sortir de la sphère du monétaire au profit de l'obligataire



● «Même s'ils restent minoritaires, certains corporates décident pour des montants encore limités de quitter l'univers du monétaire afin d'échapper aux rendements négatifs», témoigne Emmanuelle Court, directrice générale déléguée en charge du développement commercial chez CPR AM. Ce constat est largement observé par les gérants. «Nos fonds obligataires court terme rencontrent désormais un succès croissant auprès des trésoriers d'entreprise, prêts, pour certains d'entre eux, à allouer 5 à 10 % de leur trésorerie, la partie la plus stable», signale Pierre Granié, chez BNPPAM.

● Alors que les OPCVM monétaires offrent dorénavant un rendement compris entre -0,30 % et -0,10 %, celui des fonds obligataires court terme avoisine 0 %. «Cet écart tient au fait que les obligations souscrites peuvent afficher une maturité plus longue, allant jusqu'à trois ans, indique Laurent Gonon, chez BFT IM. D'une part, ce critère permet de bénéficier légèrement

de la pente des taux – le taux midswap 3 ans est plus élevé que ceux d'une durée plus courte. D'autre part, le fait d'acheter des titres dont l'échéance est plus lointaine implique de renouveler moins fréquemment les portefeuilles, et donc de différer la souscription de nouveaux actifs offrant une rémunération plus basse.» A cela s'ajoute un autre atout. «En plus de s'appuyer sur un univers éligible plus large que sur le marché monétaire tout en restant dans la catégorie investment grade, ce type de produits permet d'investir sur d'autres supports, par exemple des CDS (Credit Default Swaps), qui génèrent parfois un surcroît de rendement par rapport aux obligations», note Anne-Charlotte Ducos, chez CPR AM. Enfin, le traitement comptable de certains de ces fonds – ceux qui respectent la norme cash equivalent – est favorable aux entreprises. «Ce

support présente lui aussi l'avantage d'entrer dans le champ de la norme IAS 7 : les sommes versées sont ainsi traitées comptablement comme de la trésorerie ou des équivalents de trésorerie», indique

Jean-Michel Nakache, chez Swiss Life AM.

● Peu nombreux à ce jour, certains groupes commencent même à s'orienter vers des fonds à l'horizon de placement plus long. «En quittant la sphère des fonds éligibles à IAS 7, on observe une vraie

rupture en termes de rendement, pointe Julien Daire, chez CPR AM. Bénéficiaire de marges de manœuvre supplémentaires comme la possibilité d'investir sur des titres de maturités plus longues – 5 ans pour le fonds obligataire, 12 mois et 7 ans pour le fonds 24 mois – et sur des titres du segment high yield, ces fonds offrent aujourd'hui respectivement un rendement instantané de 0,25 % et 0,50 %.»

**Alors que les OPCVM monétaires offrent un rendement compris entre -0,30 % et -0,10 %, celui des fonds obligataires court terme avoisine 0 %.**

## Des émetteurs étrangers moins nombreux

Sur le front des placements monétaires, les fondamentaux sont identiques. Sous l'effet du programme de quantitative easing européen, qui s'est traduit en l'espace de trois ans par plus de 2 200 milliards d'euros de rachats de titres sur les marchés financiers par la BCE, les investisseurs notamment ont été amenés à déposer une partie de leur argent dans des fonds, dopant ainsi la collecte des véhicules monétaires. Tandis que cette dynamique se poursuit en ce début d'année, la tâche des gérants est appelée à gagner en complexité. «Les émetteurs disposant déjà d'importantes ressources et n'affichant pas de réels besoins de financement, ils sont de moins en moins nombreux à procéder à des émissions sur la courbe 1-2 an(s), sur laquelle les fonds monétaires sont autorisés à investir», déplore Laurent Gonon. C'est notamment le cas des emprunteurs non européens (Canadiens, Asiatiques, Australiens...), qui offraient en 2016-début 2017 un surcroît de rendement de plusieurs points de base mais dont la présence s'est depuis raréfiée. De quoi créer de profonds déséquilibres structurels. «Compte tenu d'un excédent de liquidités de plus de 1 700 milliards dans la zone euro et d'un volume d'émissions relativement peu dynamique, le marché monétaire devrait rester durablement en surcapacité du côté de l'offre», pointe Philippe Renaudin, responsable de la gestion monétaire de BNP Paribas AM.

Dans ce contexte, la faculté à dénicher des actifs à minima aussi rémunérateurs que ceux arrivant à maturité dans les fonds s'en trouve logiquement réduite. «Sur



**Fairouz Yahiaoui,**  
gérante taux et crédit, CPR AM

«Sur l'ensemble de 2017, les primes sur le crédit court terme, pourtant déjà faibles, se sont encore resserrées de 10 à 15 points de base, au point de revenir à leurs plus bas historiques de 2007.»

l'ensemble de 2017, les primes sur le crédit court terme, pourtant déjà faibles, se sont encore resserrées de 10 à 15 points de base (pb), au point de revenir à leurs plus bas historiques de 2007», constate Fairouz Yahiaoui, gérante taux et crédit chez CPR AM. Sur un an, par exemple, plusieurs banques françaises offrent en ce moment un rendement compris entre - 0,35 % et - 0,30 %, soit un spread de 0 à 5 pb, contre 10 à 15 pb un an plus tôt. Il y a une dizaine de jours, un établissement bancaire espagnol est même parvenu à emprunter à - 0,45 % sur une échéance d'un an ! «Signe que le risque n'est plus du tout rémunéré à sa juste valeur : le spread d'un même émetteur est désormais comparable qu'il s'agisse d'un emprunt sur un an ou sur deux ans», poursuit Fairouz Yahiaoui. Pour les investisseurs, les prix vont rester très élevés dans les prochains mois, «à tel point qu'une plus grande sélectivité dans le choix des actifs s'impose de la part des gérants afin de limiter la volatilité dans les fonds en cas de correction des spreads sur le marché secondaire», insiste Jean-Michel Nakache, directeur commercial et marketing de Swiss Life AM.

## Privilégier les produits bancaires assortis de prime de fidélité

L'ensemble des banques ont beau détenir des liquidités abondantes, cette situation n'empêche pas certaines d'entre elles de se montrer «généreuses» pour attirer les dépôts de leurs clients corporates. Pour en profiter, encore faut-il toutefois que ces derniers soient disposés à placer leur trésorerie sur la durée. Une condition liée à la réglementation Bâle 3, qui traite plus favorablement les «ressources stables», c'est-à-dire d'une durée d'au moins un an, dans le calcul des ratios prudentiels.

● Ainsi, la Société Générale a lancé fin 2017 une formule de ce type. «En optant pour notre offre de "dépôts evergreen avec une première période bloquée", une entreprise s'engage à laisser son cash pendant une première période fixe et y a ensuite accès sous 35 jours, explique Mireille Cuny. A maturité, la rémunération atteint 0 % ou plus, soit davantage que les autres produits bancaires répondant, à l'instar de cette offre, aux critères d'investissement retenus par la norme IAS 7.» D'autres banques, notamment les groupes mutualistes, proposent de tels instruments, dont certains peuvent afficher une durée de placement allant jusqu'à 5 ans et le rendement à échéance dépasser 0,30 %.

## Une mise en garde des commissaires des comptes

Un degré de sélectivité dont semblent faire preuve moins de trésoriers aujourd'hui. Longtemps, cet environnement de taux négatifs a suscité chez eux des réactions prudentes et globalement homogènes. «Nos clients se sont désormais adaptés à cet environnement», rappelle ainsi Pierre Granié, coresponsable des gestions de trésorerie chez BNP Paribas AM. Au sein des grands groupes, sous IFRS, cet état d'esprit demeure, leurs deux priorités étant la garantie du capital en cas d'événement sur un fonds et la possibilité de pouvoir déduire les montants placés de la dette brute. Or seuls les produits de court terme, qui

offrent les rendements les plus faibles, répondent à ce dernier impératif. Unique évolution de stratégie constatée chez certains de ces groupes au cours des derniers mois : l'allocation d'une poche de trésorerie dans des fonds obligataire court terme, dont la rémunération excède d'une vingtaine de pb celle des fonds monétaires (voir encadré).

Parmi les PME-ETI, en revanche, l'aversion au risque tend à s'accroître. «Attirés par les performances attractives d'un fonds à l'horizon de placement plus long, plusieurs trésoriers nous ont récemment approchés dans l'optique d'y investir, témoigne Jean-Michel Nakache. Mais le produit en question présente comme caractéristique d'être potentiellement plus volatil et de ne pas constituer un support adapté aux placements de trésorerie. Notre devoir de conseil et notre responsabilité nous ont conduit à les mettre en garde sur le danger inhérent à leur projet et les orienter vers des solutions correspondant à leur profil.» De tels comportements sont de moins en moins isolés. «Nous enregistrons un nombre croissant de demandes de la part des PME et d'ETI pour des produits structurés, par nature risqués, dont la rémunération peut encore atteindre 4 %, confirme [David Guyot](#). Ce faisant, nous mettons en garde ces clients contre des décisions



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

«Les banques sont contraintes d'une part de limiter la taille des nouveaux dépôts, et d'autre part d'y appliquer une rémunération négative pour les maturités courtes.»

qui pourraient se révéler contre-productives à moyen-long terme.» Alors que les entreprises travaillent actuellement à la clôture de leur exercice 2017, des commissaires aux comptes auraient alerté plusieurs de leurs clients sur les risques liés à leurs placements. ■

Arnaud Lefebvre [@ALefebvre\\_of](#)



## Diversifier l'horizon d'investissement

● En réponse aux taux bas, certaines entreprises tendent à opter, pour une partie de leur trésorerie, pour des solutions moins communes que les produits bancaires et que les OPCVM. «Depuis plusieurs mois, un nombre croissant de nos clients, pour l'essentiel des PME non soumises au cadre IFRS, se tourne vers des fonds immobiliers, de type SCPI et OPCI, indique [David Guyot](#), chez [Pandat](#). Bien que risqués car ne garantissant pas le capital investi, ceux-ci séduisent par leur rendement, qui oscille autour de 4 %.» Dans la même veine, les contrats de capitalisation, qui s'assimilent à des contrats d'assurance-vie et qui sont ouverts notamment aux holdings patrimoniales, continuent d'attirer, en dépit d'un horizon de placement long (4 à 8 ans). «Ceux-ci offrent actuellement une rémunération d'environ 2 %, alors que tout ou partie du capital est protégé», précise [David Guyot](#).

● Quelques sociétés n'hésitent pas à souscrire des instruments structurés, particulièrement risqués. Parmi eux, les «auto-calls» restent très recherchés. Il s'agit d'un produit dont la rémunération versée dépend de la variation du sous-jacent retenu (indice actions, parité entre deux devises...). «Le rendement perçu peut dépasser 4 %, signale [David Guyot](#). Cependant, les auto-calls exposent à un risque de perte en capital si le sous-jacent défini dans le contrat n'évolue pas dans la bonne direction.»



## Placer son cash en devises étrangères

● Si les taux courts, Eonia et Euribor en tête, stagnent en territoire négatif dans la zone euro, ce n'est pas le cas partout ailleurs. «Dans ce contexte, les entreprises qui génèrent des revenus dans d'autres devises que l'euro peuvent gagner à placer ces liquidités directement plutôt qu'à les convertir en euros pour accéder à des taux largement positifs, recommande Mireille Cuny, chez Société Générale CIB. Ce constat vaut tout particulièrement pour les dépôts en dollars américains et en livres sterling.»

● En effet, plusieurs banques cherchent à collecter des fonds libellés dans ces deux monnaies. «A trois mois, nous pouvons ainsi offrir des taux de plus de 0,50 % pour des dépôts en livres sterling et 1,8 % pour ceux en dollars, contre un taux négatif pour les placements en euros», poursuit Mireille Cuny. Certaines sociétés de gestion témoignent un appétit semblable. «Au lieu de centraliser leur trésorerie, plusieurs sociétés ont préféré investir dans notre fonds monétaire en dollars, qui offre actuellement des rendements compris entre 1,25 et 1,4 %», informe Philippe Renaudin, chez BNPPAM.

● Si cette stratégie est attractive en termes de taux, elle suscite néanmoins la réticence de groupes qui ne souhaitent pas que leurs placements les exposent à un risque de change.