

# Synthèse sur le marché monétaire et les MMF.



# SOMMAIRE

Introduction	3
Types de MMF et marché des MMF	5
Composition/construction d'un MMF	14
Conclusion	27



# INTRODUCTION

## INTRODUCTION

Suite à la crise financière de 2007-2008, de nombreuses Banques centrales ont mis en place des mesures de politique monétaire conventionnelles et non conventionnelles sans précédent. Parmi les mesures conventionnelles d'assouplissement monétaire, elles ont progressivement baissé les taux d'intérêt directeurs pour les ramener proches de zéro. L'objectif était de stimuler des économies post-crise caractérisées par de faibles niveaux de croissance et des niveaux d'inflation bien en dessous des cibles. Certaines Banques centrales ont dans un second temps introduit une mesure non conventionnelle de taux d'intérêt directeurs négatifs. La Banque Centrale Européenne (BCE) a adopté une telle mesure à partir de 2014 en ramenant progressivement le taux de sa facilité de dépôt jusqu'à - 0,50 %. L'idée des taux directeurs négatifs était de créer un environnement de taux réels négatifs, de fournir ainsi une incitation supplémentaire aux banques et aux investisseurs pour prêter davantage à l'économie réelle, de stimuler la croissance et de favoriser un redressement des niveaux d'inflation vers leurs cibles de 2 %.

Cette décision de la BCE a soulevé la question de l'avenir des fonds monétaires (Money Market Funds en anglais ou « MMF »). Les sociétés de gestion craignaient alors des flux de décollecte importants des fonds monétaires (dont les rendements s'inscrivaient durablement en territoire négatif) vers l'épargne bancaire, dépôts, comptes à terme, voire comptes à vue. Finalement, les actifs monétaires n'ont jamais été aussi élevés que pendant cette période, alimentés par l'excès de liquidité dans le marché d'une part et les contraintes toujours strictes de liquidité pour les plus gros investisseurs du marché d'autre part. Les institutionnels et les grandes entreprises, qui représentent l'essentiel des flux de collecte sur la classe d'actifs monétaire n'ont jamais délaissé ce segment. Les taux négatifs ont surtout eu pour effet d'inciter les investisseurs les plus agiles et les moins contraints à rechercher davantage de rendement sur des classes d'actifs moins liquides et/ ou plus risquées. Après 7 ans de rendements négatifs, les fonds monétaires retrouvent ces acteurs à la recherche de rendements positifs. Il s'agit entre autres des particuliers (via les réseaux bancaires), des gérants de patrimoine ou encore des petites et moyennes entreprises.

Les fonds monétaires sont des produits de placement de court terme dont l'objectif est de produire une performance proche des taux monétaires. Ils ont la réputation d'être des produits financiers sûrs, offrant une liquidité quotidienne et dont les performances sont peu volatiles. Les MMF peuvent prendre différentes formes, selon la durée du placement et la zone géographique. Ils sont utilisés par différentes catégories d'investisseurs (particuliers, institutionnels, entreprises, etc.) pour placer leur excès de liquidité, gérer leurs besoins de trésorerie à court terme ou se protéger de l'inflation. Dans l'objectif de cette mission, les MMF investissent principalement sur de la dette court terme. En cela, ils constituent une alternative de financement à court terme importante pour les entreprises, les États et les institutions financières.

Le but de ce papier est essentiellement de rappeler, en cette période de hausse des taux et de retour à l'inflation, l'intérêt des fonds monétaires, leur fonctionnement et leur environnement économique et financier.



# TYPES DE MMF ET MARCHÉ DES MMF

## TYPES DE MMF ET MARCHÉ DES MMF

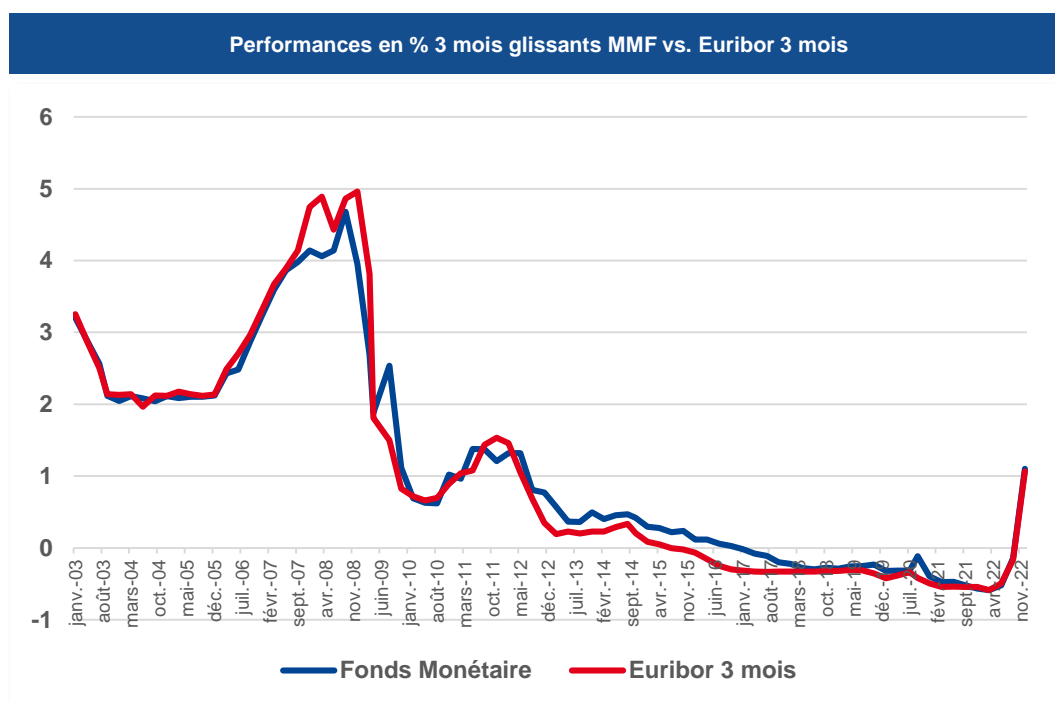
### TYPES DE MMF

L'objectif des MMF est d'assurer une performance proche de celle des taux monétaires du marché. Dans la zone euro, nous avons principalement 2 indices : l'€str et l'Euribor 3 mois.

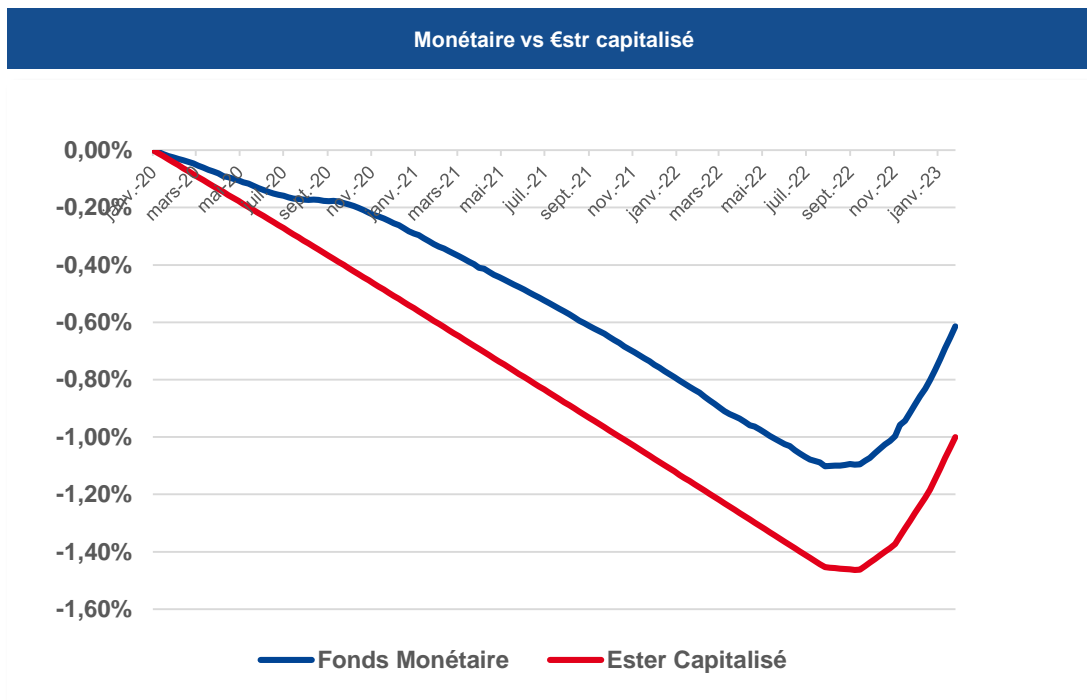
L'€str (Euro Short Term Rate), successeur de l'EONIA, est considéré comme le principal taux sans risque de la zone euro. C'est un taux qui reflète le coût des emprunts non garantis sur une journée appliqués par les banques de la zone euro. Il utilise les données des transactions issues des 52 plus grandes banques de la zone euro. Il est par ailleurs l'indice de référence le plus répandu pour les fonds monétaires en euro.

L'Euribor 3 mois (Euro Interbank Offered Rate) est le taux interbancaire offert entre banques de meilleures signatures pour la rémunération de dépôts sur 3 mois dans la zone euro. Il est calculé en effectuant une moyenne quotidienne des taux prêteurs par un échantillon de 57 établissements bancaires. La moyenne est effectuée après élimination des 15 % de cotations extrêmes.

L'Euribor embarque une prime de risque du crédit interbancaire et en cela, il peut être vu comme plus représentatif que l'€str du risque du marché monétaire et donc la rémunération attendue pour un fonds investissant sur ce marché. Sur 20 ans, la corrélation est assez nette :



Sur 3 mois, la performance d'un fonds monétaire est proche de celle de l'Euribor 3 mois.



Dans la durée, les fonds monétaires génèrent une bonne surperformance relativement à l'€str. Ceci se fait par une bonne couverture du risque de taux et la capture du spread de crédit, qui constitue le principal moteur de performance. Ces performances sont nettes des frais de gestion. C'est dans un objectif de protection de cette surperformance que ces dernières années, les frais ont régulièrement été ajustés à la baisse pour cette catégorie de fonds. D'ailleurs, fin 2022 nous avons ajusté nos frais à la baisse pour maintenir notre compétitivité. Malgré une importante hausse des taux, les spreads de crédit restent étroits.

Selon la performance et le risque accepté, il existe en zone euro plusieurs types de fonds monétaires. Les différentes catégories peuvent être synthétisées dans le tableau ci-dessous :

	Government CNAV*	Low Volatility NAV	Short Term VNAV	Standard VNAV**
Maximum WAM <sup>i</sup>	60 jours	60 jours	60 jours	180 jours
Maximum WAL <sup>ii</sup>	120 jours	120 jours	120 jours	360 jours
Maturité résiduelle maximum d'un titre	397 jours	397 jours	397 jours	2 ans
Liquidité quotidienne minimum	10 %	10 %	7,5 %	7,5 %
Rating court terme	Qualité de crédit « favorable » : crédit de qualité. Similaires aux notations A1 / P1 et A2 / P2 de court terme des principales agences de notation			
Liquidité hebdomadaire minimum	30 %	30 %	15 %	15 %
Méthode de valorisation	Coût amorti	Coût amorti titres < 75 jours	Mark to Market ou Mark to Model	Mark to Market ou Mark to Model
Instruments éligibles	Dette d'État, reverse repo, Cash	Instruments du marché monétaire (dette d'État, Obligations, CD/CP, ABCP, etc.)	Instruments du marché monétaire (dette d'État, Obligations, CD/CP, ABCP, etc.)	Instruments du marché monétaire (dette d'État, Obligations, CD/CP, ABCP, etc.)

\*Constant Net Asset Value (fonds valorisés par la méthode du coût amorti)

\*\* Variable Net Asset Value (fonds valorisés en mark to market)

i La Weighted Average Maturity (WAM) d'un fonds monétaire correspond à l'horizon moyen sur lequel le fonds est exposé à un risque de variations des taux d'intérêt.

ii La Weighted Average Life (WAL) d'un fonds monétaire correspond à la maturité moyenne pondérée des actifs constituant le fonds. Cet indicateur donne une information sur les échéances des actifs en portefeuille et des risques de crédit associés.



Chez Crédit Mutuel Asset Management, nous disposons de fonds Short Term VNAV et Standard VNAV. Les principaux véhicules monétaires sont les suivants :

Fonds	Catégorie Monétaire	Devise	Actif	Article SFDR / Catégorie AMF
Union +	Standard VNAV	EUR	13,7 Mds€	Article 8 Cat. 2
CM-AM Cash ISR	Standard VNAV	EUR	9,5 Mds€	ISR - Article 8 Cat. 1
CM-AM Mone +	Standard VNAV	EUR	7,5 Mds€	Article 8 Cat. 2
CM-AM Dollar Cash	Standard VNAV	USD	353 M\$	Article 8 Cat. 2
CM-AM Monétaire CT	Short Term VNAV	EUR	376 M€	Article 8 Cat. 2

Source CM-AM AM au 26 janvier 2023

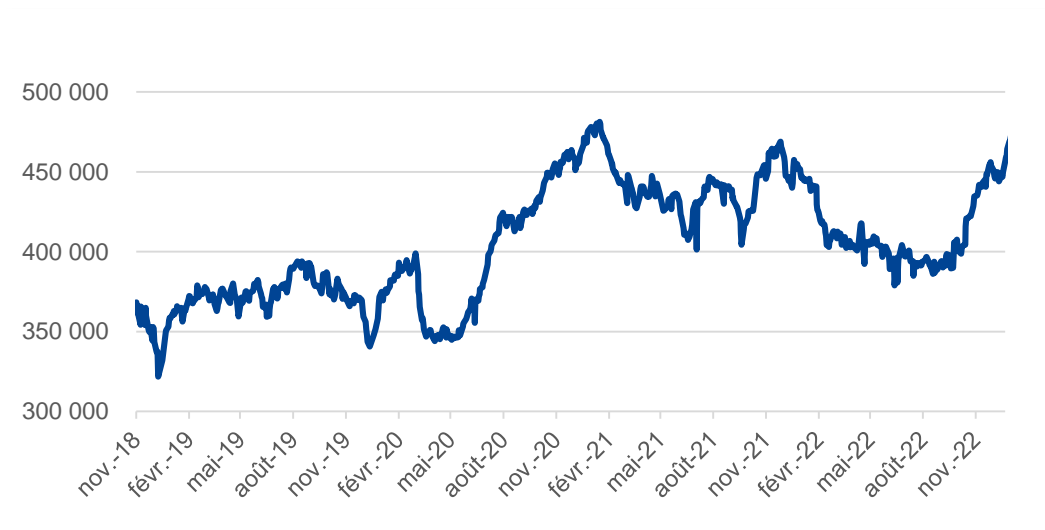


## MARCHÉ DU MMF

La France représente environ 1/3 des actifs MMF en Europe et environ 10 % dans le monde. Les encours sont globalement en progression et tournent actuellement autour de 450 Mds€. Dans ce contexte, la part de marché de Crédit Mutuel Asset Management est d'environ 6,5 %.

Les 2 autres pays qui se partagent le marché en Europe sont l'Irlande et le Luxembourg.

Somme des actifs des fonds monétaires français en millions d'euros



En France, nous avons assisté à plusieurs phases de concentration des gestionnaires de fonds monétaires. La crise de 2007-2008 a poussé plusieurs acteurs peu prudents à se retirer. Ensuite, le cycle de baisse de taux a limité le niveau des frais et a éliminé les fonds les moins rentables. Enfin, les derniers développements réglementaires et la mise en place des critères ESG rendent les fonds monétaires très peu rentables pour les plus petits acteurs.

### MMF et ESG

Compte tenu de l'environnement réglementaire et les exigences des clients, la dimension extra financière prend toujours plus d'ampleur chez les gérants d'actifs. La croissance des encours des fonds ayant un marqueur de durabilité plus prononcé montre que les investisseurs sont plus soucieux de l'impact long terme de leurs placements. Cependant, il est plus difficile pour eux d'envisager étendre cette approche sur des investissements de court terme, les transitions sociales ou environnementales évoluant par définition sur une échelle de temps long. Pourtant, l'intérêt d'intégrer ces critères est très profitable en terme de gestion du risque.

Les fonds monétaires sont considérés comme des placements sûrs et liquides. Or l'intégration de critères extra financiers contribue à renforcer ces 2 caractéristiques. Sur les dernières années, plusieurs émetteurs dont la gouvernance été fragile, voire défailante, ont été sanctionnés par le marché. Le critère de gouvernance n'est pas le seul à être intéressant pour écarter les émetteurs les plus risqués. Il est démontré que les entreprises avec des standards ESG élevés ont tendance à bénéficier de meilleures rating crédits. D'ailleurs, plusieurs agences de notation intègrent déjà ces critères à leurs analyses financières et crédits. A solidité financière équivalente, un bon score ESG apporte de la liquidité aux titres de l'émetteur.

La restriction de l'univers d'investissement peut laisser à penser qu'elle se fait au prix de la performance. A court terme, se priver de titres potentiellement rentables a effectivement un impact sur le rendement du portefeuille. Cependant, sur la durée, l'inclusion d'un processus ESG robuste permet d'éviter les émetteurs les plus sujets aux situations de stress de crédit. Ainsi la performance générée est régulière, sans chocs difficiles à rattraper.

En France, depuis environ 1 an, la majorité des encours monétaires disposent d'un label ISR et sont gérés avec une approche d'investissement solidaire et responsable. C'est le cas de CM-AM CASH ISR pour Crédit Mutuel Asset Management (9 Mds€ d'actifs). 20 % des émetteurs les moins bien notés en termes de score ESG sont exclus de son univers d'investissement. Par ailleurs, 4 indicateurs de performance (« KPI ») sont suivis. Le fonds doit en permanence surperformer son univers d'investissement sur 2 de ces KPI. Il s'agit de l'empreinte carbone et du nombre de controverses de droit humain.

Les investisseurs institutionnels publics ou parapublics sont très attentifs au caractère ISR des fonds monétaires en plus des niveaux de performance.

## UTILISATION ET INTÉRÊT DES MMF POUR LES INVESTISSEURS ET ÉMETTEURS

Le marché monétaire dans sa globalité et les MMF entre autres sont essentiels au fonctionnement du système financier. Les besoins sont importants et récurrents, donc la liquidité est essentielle. Les fonds monétaires y contribuent, en participant à un marché de moins en moins intermédié. D'importants montants sont échangés tous les jours entre les différentes institutions financières. Pour les banques, ces échanges sont nécessaires, la plupart des établissements ont besoin de ces fonds pour fonctionner, les dépôts bancaires n'étant pas toujours suffisants.

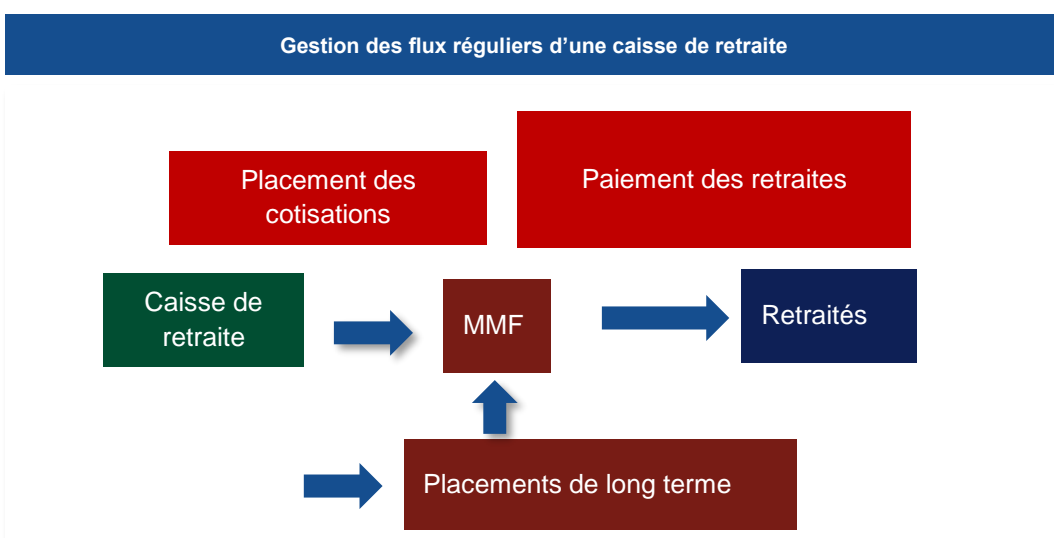
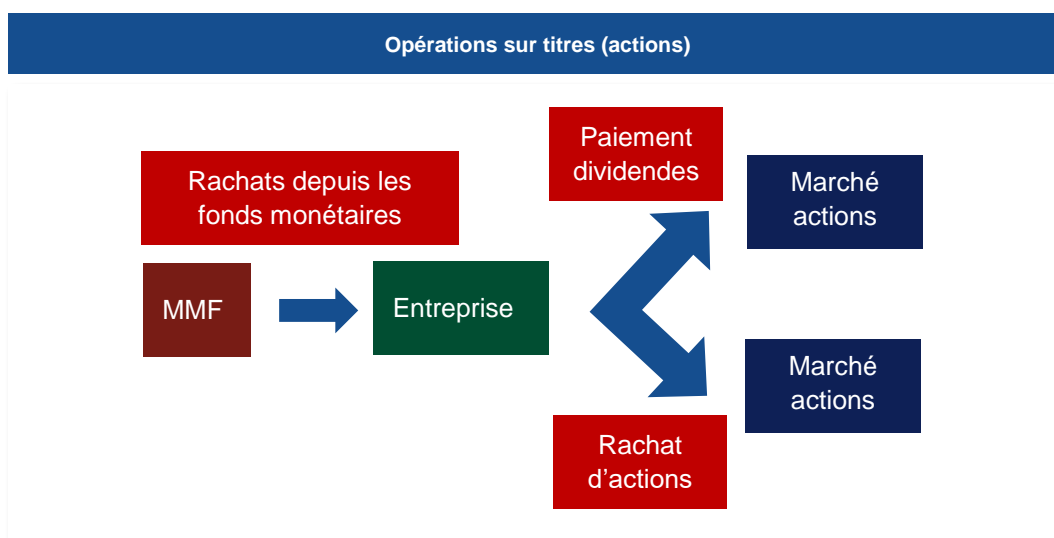
Le marché monétaire fournit également un moyen d'acheminer vers les banques d'importantes masses de liquidités depuis les entreprises et autres institutions excédentaires. En outre, sur le marché monétaire, les États peuvent se refinancer facilement à court terme. Le marché fournit également aux Banques centrales un espace dans lequel mettre en œuvre leur politique monétaire. C'est là que le marché monétaire attire le plus l'attention, les investisseurs se concentrant sur la prochaine décision du banquier central. De nombreux instruments tels que les swaps €STR permettent d'identifier précisément ce que les opérateurs de marché attendent de la BCE. Les activités des acteurs du marché monétaire déterminent également la structure des taux d'intérêt à court terme, par exemple, les rendements des bons du Trésor sur différentes échéances courtes (principalement inférieures à 1 an) ou quels niveaux les entreprises émettrices de billets de trésorerie doivent payer pour emprunter. Le taux de refinancement à court terme est un coût important pour de nombreuses entreprises, il a un impact sur le taux d'intérêt payé par l'acheteur d'une voiture par exemple. Le marché du billet de trésorerie, appelé aujourd'hui Commercial Paper (CP) a tendance à être négligé, alors qu'en France, avec 268 Mds€ fin 2022, il représente 2 fois la taille de celui du bon du Trésor.

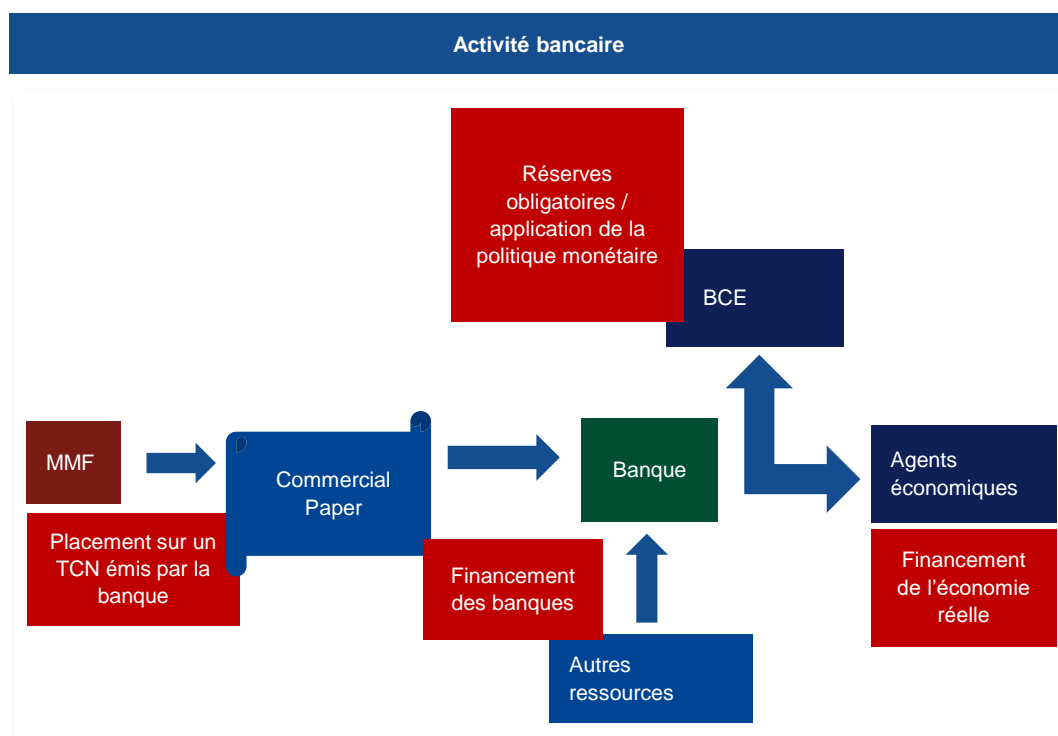
Le marché du Commercial Paper (principal instrument monétaire) offre une alternative au système bancaire traditionnel pour les émetteurs. Le fait que le titre soit négociable (transférable et commercialisable) permet de réduire les coûts de refinancement, mais permet aussi d'ouvrir le marché à de nombreux investisseurs et ainsi développer la profondeur de marché pour les emprunteurs.

Le marché monétaire est essentiel au bon fonctionnement de certains secteurs très consommateurs de liquidités (utilities, secteur automobile) ou dont le modèle repose sur la transformation bancaire (convertir son passif court terme en actif d'une durée moyenne plus longue). Il permet également de financer les besoins en fonds de roulement.

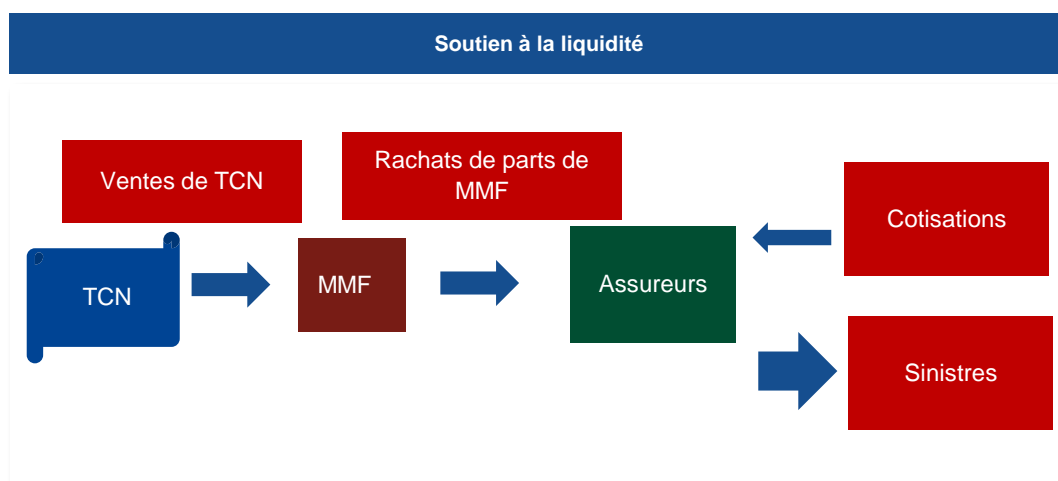
Afin d'avoir une idée des ordres de grandeur en jeu, prenons l'exemple d'Engie dans le secteur des Utilities. Le ratio dette nette/EBITDA de l'entreprise se situe de façon stable entre 4 et 5 en raison d'un secteur particulièrement capitalistique. La dette obligataire est d'environ 30 Mds€ et la dette monétaire de 5 Mds€, soit près de 15 % de la dette de marché.

Le marché monétaire assure également le bon fonctionnement de la dette long terme, essentielle à l'exécution des projets industriels des entreprises. L'appel au marché monétaire va par exemple permettre à une entreprise de rembourser une échéance obligataire, le temps de renouveler une émission obligataire sur une période de marché plus favorable ou encore financer son besoin en fonds de roulement. Une entreprise peut placer les produits d'une émission longue sur un fonds monétaire, le temps de finaliser une opération d'acquisition. Ci-dessous d'autres exemples d'utilisations des fonds monétaires ou d'émissions courtes.





À l'occasion du 1<sup>er</sup> confinement et de l'arrêt de l'activité, les cotisations d'assurance ont chuté. Dans le même temps, les assureurs anticipaient une augmentation des sinistres. La conséquence est un déficit de liquidité. Les assureurs ont alors opéré d'importants retraits pour faire face aux besoins de liquidité.



Les flux décrits ci-dessus concernent des volumes de transaction très importants. C'est pourquoi les principaux véhicules monétaires cumulent plusieurs Mds€ d'actifs. C'est le cas d'Union + (13,7 Mds€) ou CM-AM CASH ISR (9,5 Mds€) au sein de Crédit Mutuel Asset Management. Il arrive régulièrement qu'ils doivent faire face à des mouvements de plusieurs milliards d'euros sur quelques jours.



COMPOSITION/  
CONSTRUCTION  
D'UN MMF

## COMPOSITION/CONSTRUCTION D'UN MMF

### TITRES DU MARCHÉ MONÉTAIRE

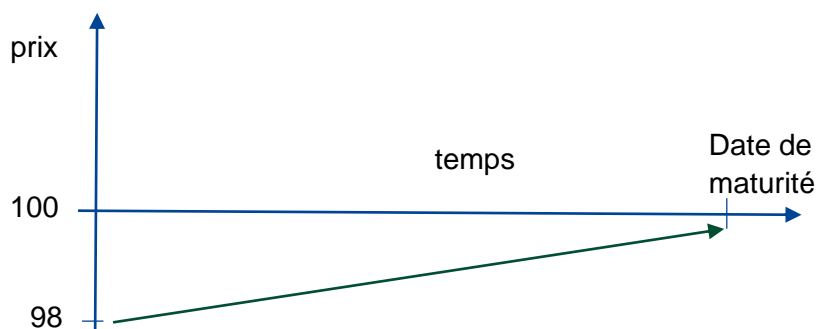
Dans cette partie, nous explorons les principaux instruments du marché monétaire. Ils constituent les supports sur lesquels investissent les MMF. Le marché monétaire est très riche en termes d'instruments et l'innovation y est régulière. Cette richesse est due au fait que le marché est peu régulé et se négocie de gré à gré. Des intervenants de marché peuvent par exemple s'entendre pour adapter les caractéristiques de certains formats et ainsi s'ajuster aux conditions marché. Il existe différents types de formats qui permettent de faire converger les besoins des émetteurs et des investisseurs en termes de maturité, volumes, coupon, etc.

Dans un fonds monétaire standard VNAV, nous trouvons principalement les formats suivants (les chiffres sont indicatifs et concernent les fonds aux actifs les plus importants) :

Obligations courtes (< 10 %)
Bons de Trésor (< 5 %)
EMTN placements privés (< 5 %)
Commercial Paper (50 % à 90 %)
OPC monétaires (5 % à 10 %)
Cash (7,5 % à 10 %)

### Les bons du Trésor

Il s'agit de titres d'États de maturité très courte (< 1 an). Les fonds monétaires français sont principalement investis sur les bons du Trésor français, espagnol et italien. Ils sont émis à intervalles réguliers : toutes les semaines, tous les 15 jours ou tous les mois, selon le pays. Ce sont des titres zéro coupon, remboursés au pair (100 % de leur valeur nominale) et émis avec une décote. Portés à échéance, cette décote implique un certain taux de rendement pour l'investisseur.





Les bons du Trésor, en tant que dette souveraine, sont considérés comme sans risque et particulièrement liquides avec une fourchette bid/ask très réduite. À cela s'ajoute un marché secondaire profond.

Malgré les qualités décrites précédemment, les bons du Trésor constituent une part minoritaire des MMF VNAV standards. La liquidité peut être mise à mal à l'occasion de tensions politiques, comme ce fut le cas au printemps 2018, pendant la débâcle des partis modérés lors des élections législatives en Italie. De plus, malgré une excellente qualité de crédit, ils sont soumis à une volatilité plus élevée que les autres supports d'investissement court terme. De nombreux acteurs de poids (banques, fonds de pension, Banques centrales, hedge funds, etc.) achètent ou vendent ces titres pour des raisons parfois éloignées d'un simple objectif de retour sur investissement. Des raisons règlementaires sont souvent en jeu. Les bons du Trésor sont dans beaucoup de cas considérés comme étant « cash equivalent » (être aussi sûrs que des liquidités) et peuvent servir de collatéral, de réserve ou être employés dans le cas d'appels de marge (crise des fonds de pension britanniques en septembre). Ainsi, le jeu de l'offre et de la demande introduit une volatilité redoutée par les fonds monétaires.

### Le Commercial Paper

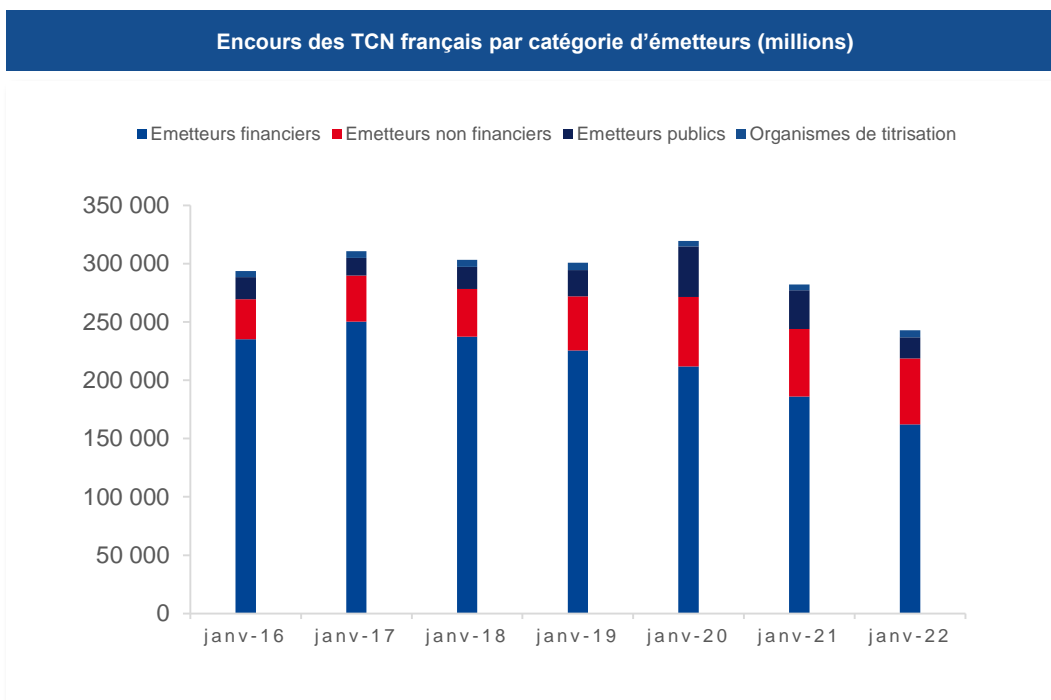
C'est sans doute le principal instrument financier utilisé sur le marché monétaire. Il s'agit de titres de créance de court terme (< 1 an), en général émis à taux fixe et de type zéro coupon. Des variantes à taux variable contre €str par exemple, plus rares, existent. Ce sont en général des marchés domestiques, même si les échanges internationaux sont importants.

Le marché européen est dominé par l'Euro CP (format européen traditionnellement émis depuis Londres), il est ensuite suivi par le NEU CP français. Puis on retrouve le reste des formats domestiques.

Si on se réfère à l'histoire du marché monétaire français, le Neu CP fait partie de la famille des TCN (titres de créance négociables). Afin d'élargir la base d'investisseurs, la Banque de France a autorisé l'édition de documentation en anglais et en 2016 a décidé de donner une touche internationale à ces produits en réformant les anciens « billets de trésorerie » (émis par les entreprises) et les « Certificats de Dépôts » (émis par les banques) et en leur donnant le nom de Negotiable European Commercial Paper (NEU CP).

Les CP sont émis par différents types d'entités. Le marché en Europe est immense (environ 1 000 Mds€) et est dominé par les banques, suivies des agences gouvernementales et des entreprises (150 Mds€).

Ci-dessous la composition du marché du NEU CP français.



Source : Banque de France

Le marché des CP est intéressant pour les fonds monétaires à plusieurs titres. Le nombre d'émetteurs est important, il assure aux fonds monétaires une bonne diversification. Il est facile à émettre et fait l'objet d'une documentation unique, le « programme » d'émission. Cette souplesse assure un financement rapide et à faible coût pour les entreprises. C'est également une source de diversification de leur financement. Le marché est profond et permet de placer des sommes importantes à court terme. Il n'est pas rare de négocier 300 ou 400 M€ de CP en quelques secondes. Les titres sont en général portés à maturité, mais font aussi l'objet d'un marché secondaire relativement actif.

Le marché du CP est réputé ne pas être liquide. Il ne fait pas partie d'un marché organisé et ne fait pas l'objet d'exécution électronique pour le moment. Pourtant, un marché secondaire capable d'absorber d'importantes sommes avec une fourchette bid/ask acceptable existe. Comme le montre le graphique de la Banque de France, les principaux émetteurs (a fortiori constituants des MMF) sont des institutions financières. Or, elles assurent souvent la liquidité de leur propre papier pour des sommes importantes et à un coût raisonnable. Dans une moindre mesure, les banques, en tant que dealers, assurent la liquidité pour les émetteurs corporates (entreprises non financières).

Si le marché du CP a la réputation de ne pas être liquide, c'est surtout en raison de l'absence de données sur les transactions permettant aux régulateurs et aux non-initiés d'estimer la profondeur de marché, d'évaluer les fourchettes de transaction et donc et sa liquidité.

Un avantage pour les fonds monétaires est la relative stabilité du prix des CP. Contrairement aux bons du Trésor, le CP fait l'objet d'un flux plus lisible. Les CP sont utilisés dans un but d'investissement de type « buy and hold », ce qui réduit la volatilité liée aux flux d'offre et de demande.

## Le marché moyen terme des MTN

Il s'agit d'émissions dites de moyen terme (> 1 an). Les émissions vont de 1 an à 30 ans globalement, mais le marché se situe principalement dans la zone 18 mois à 10 ans. Ce sont donc les émissions 1 à 2 ans qui concernent le marché monétaire et les émissions en fin de vie, avec une maturité résiduelle de 0 à 2 ans.

Pour les fonds monétaires français, il existe principalement 2 formats : l'Euro Medium Term Note (EMTN) et le Negotiable European Medium Term Note (NEU MTN).

Comme pour les CP, l'EMTN est le format le plus répandu en Europe, tandis que le NEU MTN est essentiellement français.

Les MTN font l'objet d'un « programme » d'émission. Ce document unique permet à l'émetteur d'accéder au marché en fonction de ses besoins et des tendances du marché. Sur la base de cette documentation, les caractéristiques des titres émis peuvent être ajustées. Elle permet par exemple à des émetteurs peu connus ou avec un rating relativement faible d'accéder au marché en incorporant des options de put (option d'appel au remboursement du titre au gré du porteur) pour l'investisseur, rassuré de pouvoir éventuellement demander un remboursement anticipé. Les formats « fixed-to-float » (coupon fixe sur une période et variable sur la suivante) ont été à la mode lorsque le marché a anticipé le retrait du Quantitative Easing de la BCE.

La flexibilité des EMTN les rend adaptés aux opérations de titrisations.

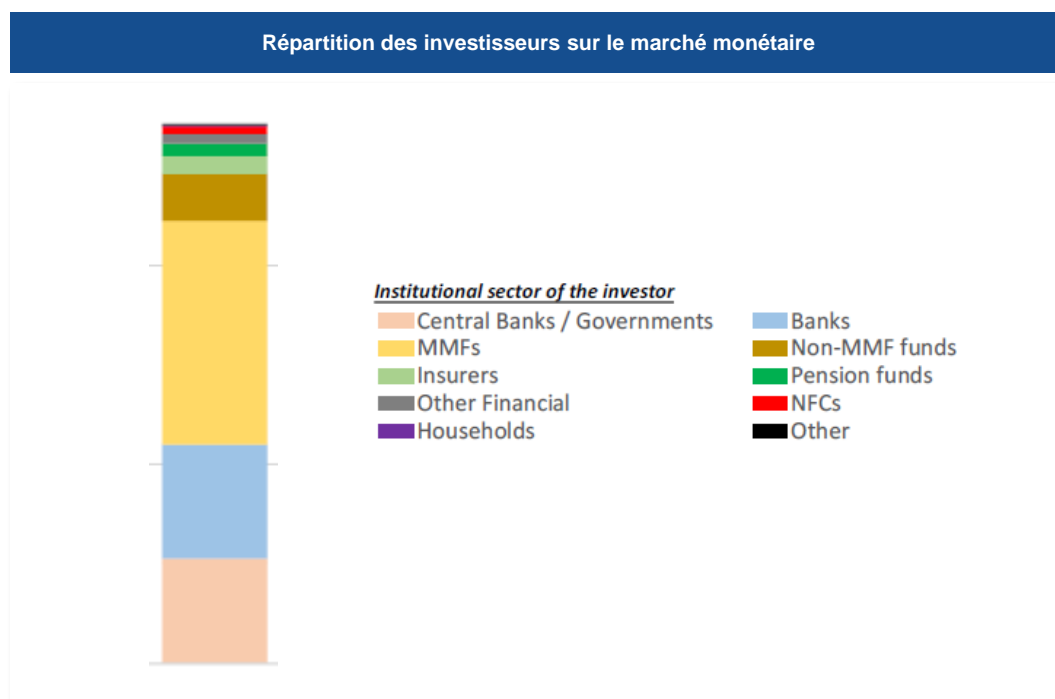
Les EMTN peuvent faire l'objet d'émissions dites « benchmark », il s'agit d'émissions de tailles relativement importantes (en général > 500 M€) réalisées par un syndicat de dealers et fait appel à l'ensemble des investisseurs du marché. Il existe également des émissions de Placements Privés, il s'agit d'un EMTN émis pour un ou une poignée d'investisseurs. Certains émetteurs ont des besoins ponctuels ou même réguliers pour de « faibles » montants (entre 10 M€ et 300 M€). L'émetteur a besoin que l'émission soit rapide et parfois discrète. Dans ce cas, le dealer (unique en général) cherche un ou deux investisseurs. C'est en cela que le placement est dit privé, à ne pas confondre avec la dette privée du marché du Private Equity (private debt). Ces placements privés sont réputés ne pas être liquides. Il faut être prudent, car cette notion est relative. En effet, un placement privé d'un émetteur donné sera globalement moins liquide que l'émission benchmark de même maturité sur ce même émetteur. Mais il existe de nombreuses signatures de qualité, rares sur le marché, dont les Placements Privés (PP) se revendent très facilement sur le marché secondaire. Le marché du PP permet aux investisseurs de se diversifier en termes d'échéances, de signatures et de formats. Des émetteurs nord-américains de rating A ou AA rares sur le marché en euro, n'éprouvent aucune difficulté à émettre en PP et à trouver preneur sur le marché secondaire. Le tout étant d'éviter des structures non vanilles.

## LES PRINCIPAUX ACTEURS DU MARCHÉ MONÉTAIRE

### Les émetteurs

Comme nous l'avons vu, le marché monétaire leur permet de gérer avec souplesse leur financement à court terme, leurs besoins en fonds de roulement ou offre une alternative au crédit bancaire pour les entreprises.

### Les investisseurs



Source : BCE

### Les dealers/brokers

Les dealers et brokers jouent un rôle central dans le marché monétaire, ils assurent le rôle d'intermédiaires entre les émetteurs et les investisseurs. Les dealers et brokers achètent les titres pour les vendre immédiatement à un investisseur moyennant une commission prise sur le prix de la transaction. Le dealer peut utiliser son bilan pour acheter et porter le titre en attendant de trouver un acheteur ou pour assurer la liquidité sur le marché secondaire. Un broker ne peut pas réaliser ce genre d'opération, il lui est interdit de porter les titres, il doit réunir émetteur et investisseur au même moment. Ces intermédiaires sont également une source d'information, ils renseignent les émetteurs sur les niveaux d'émission ou sur l'appétit des investisseurs. De l'autre côté, ils donnent des informations aux investisseurs sur la liquidité du marché, sa profondeur et les principaux flux observés.

Les banques utilisent en général leur force de vente pour placer leurs propres émissions. Mais il leur arrive aussi fréquemment de faire appel à d'autres dealers ou aux brokers pour toucher une base plus large d'investisseurs et améliorer la liquidité de leur signature.

## STRUCTURE DU MARCHÉ MONÉTAIRE

### Marché d'opportunités

La gestion de fonds monétaires requiert des compétences singulières relativement aux gestionnaires de fonds d'autres classes d'actifs. Bien sûr, une bonne connaissance des émetteurs, de la macroéconomie, des instruments financiers et une maîtrise des risques de marché sont communes à tous les gérants de portefeuille. Il en va de même pour la construction de portefeuilles monétaires aux risques diversifiés et bien calibrés. Mais les spécificités du marché monétaire demandent d'importantes capacités de négociation et une bonne réactivité pour saisir les opportunités du marché primaire. En effet, le marché monétaire est un marché d'opportunités. Les émissions sur le marché primaire sont limitées en montant et dans le temps. Une fois que l'émetteur a pu remplir son besoin/quota de financement à court terme, il se met « off » et se retire du marché. C'est pour profiter de ces opportunités qui ne durent parfois que quelques secondes que certains gestionnaires comme Crédit Mutuel Asset Management font le choix de raccourcir le circuit de décision et de ne pas passer par un dealing desk (table de négociation). En effet, saisir les titres rapidement permet d'investir sur les meilleures opportunités en termes de prix et assure une plus grande diversité du portefeuille.

La flexibilité du marché monétaire permet aux gérants les plus actifs de procéder à des *reverses inquiry*. Il s'agit pour l'investisseur (avec l'aide d'un dealer ou broker) de solliciter un émetteur pour une émission sur mesure. Cette procédure permet à l'investisseur de bénéficier d'une signature qui va lui permettre de diversifier son portefeuille, ou d'adapter son profil de risque en terme géographique de maturité ou autre.

Exploiter efficacement le marché monétaire nécessite une taille critique. Chez Crédit Mutuel Asset Management, la gestion d'environ 30 Mds€ d'encours en fonds monétaires permet aux gérants d'accéder aux meilleures opportunités et d'avoir un rapport de force dans la négociation, dont profitent les portefeuilles les plus petits (épargne salariale ou fonds obligataires court terme par exemple).

## CARACTÉRISTIQUES D'UN MMF

À partir des briques que sont les instruments du marché monétaire, les gérants construisent un portefeuille diversifié incluant de nombreux types de formats de titres et de dérivés destinés à la couverture du fonds. Afin de permettre une lecture simplifiée du risque, les reportings des fonds monétaires diffusent des indicateurs qui permettent d'analyser le portefeuille sous la forme d'un titre de créance synthétique (rating moyen, échéancier, maturité moyenne, sensibilité, etc.).

Les WAL et WAM étant 2 indicateurs simples, mais parfois difficiles à appréhender pour les non-initiés. La Weighted Average Life (WAL) d'un fonds monétaire correspond à la maturité moyenne pondérée des actifs constituant le fonds. Cet indicateur donne une information sur les échéances des actifs en portefeuille et des risques de crédit associés.

La Weighted Average Maturity (WAM) d'un fonds monétaire correspond à l'horizon moyen sur lequel le fonds est exposé à un risque de variations des taux d'intérêt. Il s'agit d'une mesure de la sensibilité au risque des taux d'un fonds monétaire.

## Les moteurs de performance d'un MMF

En raison des montants importants en jeu, les investisseurs sont très attentifs à pouvoir obtenir des performances supérieures aux taux monétaires de référence sur la durée de leurs placements. Cet objectif de rendement n'est pas évident à produire, il dépend du type de fonds et des conditions de marché. En effet, battre l'€str pour un MMF noté « AAA » se révèle souvent être une prouesse. Même pour les fonds les plus souples, comme les MMF Standards de type VNAV (principaux fonds en France), faire mieux que l'€str n'est pas garanti dans une phase de très forte remontée des taux ou de stress sur le marché du crédit.

Ci-dessous une synthèse des principaux moteurs de surperformance et du niveau de leur contribution à celle-ci.

	CM-AM SHORT TERM BONDS
Arbitrage entre les différents formats de TCN (CP, Obligations, EMTN, NMTN, etc.)	
Négociation des prix et information de marché	
Sensibilité aux taux quasi nulle : titres taux variable et couverture des titres taux fixe	+
Prime des émissions primaires	
Une maturité moyenne supérieure aux indices monétaires	++
Arbitrage sur titres en devises couverts en euros	
Utilisation significative des OPCVM monétaires pour les liquidités	

L'importance de chaque moteur dépend également de la taille du fonds. Par exemple, un fonds plus petit pourra plus facilement tirer profit de l'arbitrage entre les CP et les obligations, tandis qu'un fonds de taille importante aura accès aux opportunités les plus intéressantes et aura le pouvoir de négocier un spread supérieur.

L'importance de chaque moteur dépend aussi du contexte de marché. Une bonne gestion de la WAM aura un impact plus fort que les arbitrages CP/obligations dans un contexte de volatilité, vice-versa dans un marché très monotone.

Dans le tableau, nous avons listé des facteurs relativement quantifiables. Il existe d'autres moyens plus subtils de générer de la performance. Ceux-ci sont liés à la capacité de l'équipe de gestion à se mettre à l'écoute du marché afin d'extraire des informations peu diffusées et en tirer profit par un bon sens du timing.

Un exemple :

Il y a un an, nous avons construit une position avec un courtier sur un émetteur « A ». Nous avons investi 300 M€. Notre courtier a agrégé des ordres pour 1 Md€ et nous en informe. Nous prenons note de cette information et la conservons. Aujourd'hui (c'est-à-dire un an plus tard), nous savons que le contexte de liquidité est difficile (une fin d'année par exemple). Nous décidons de ne pas solliciter notre courtier pour roller cette position afin de ne pas divulguer notre intérêt et la bonne situation de liquidité de nos fonds. Nous attendons que l'émetteur se manifeste, sachant qu'il est probable qu'il lui a été difficile de renouveler son 1 Md€ de tombée. La taille de la tombée n'est pas une information publique et il faut prendre la peine de l'archiver. Connaissant la situation de l'émetteur et le contexte de liquidité, nous pouvons avoir un important pouvoir de négociation sur le prix d'émission.

Comme l'aura compris le lecteur, le marché monétaire n'est pas le plus efficient en termes d'information, que ce soit pour les émetteurs ou les investisseurs comme les MMF. Les écarts de performances entre les fonds sont faibles en raison des maturités très courtes. Cependant, pour le gestionnaire de fonds, une différence de 3 ou 4 bp sur plusieurs mois peut être très pénalisant. Les investisseurs n'hésitent pas à arbitrer ce genre d'écart entre les différentes sociétés de gestion. Les montants en jeu étant très importants, le fonds peut rapidement perdre une masse non négligeable de ses actifs.

Sur le marché monétaire, négociation et information sont essentielles à la production de surperformance. C'est pour cette raison que Crédit Mutuel AM a fait le choix de ne pas dissocier les fonctions de gérant et de négociateur. L'expérience nous a montré que cela allongeait le circuit de décision (pénalisant dans un marché d'opportunités) et pouvait constituer une déperdition d'informations décisives pour une bonne négociation. La capacité des gérants à agréger des ordres n'est pas affectée, les gérants étant peu nombreux et travaillant en équipe.



## WAL et WAM des principaux instruments financiers

Instruments	Nombre de jours entre aujourd'hui et la maturité finale	WAL (en jours)	WAM (en jours)
CD, ABCP, CP, MTN et Obligations	La date de maturité est la date de maturité finale du titre sans tenir compte d'éventuelles options (call, put)	<p>Bullet ou obligations in fine = Nombre de jours entre aujourd'hui et la date de maturité (lorsque le principal est payé en une fois)</p> <p>Non Bullet = définition classique de « durée de vie moyenne » = multiplier le nombre de jours jusqu'au prochain flux par le pourcentage du principal qui a été payé à cette date, sommer les résultats</p>	<p><b>1- Titres à taux fixe :</b></p> <p><b>1a-intégrant une option :</b> Nombre de jours d'aujourd'hui à la date de prochain put (option de put)</p> <p>Nombre de jours d'aujourd'hui à la date de de maturité finale du titre (option de call)</p> <p><b>1b- in fine sans option =</b> Nombre de jours d'aujourd'hui à la date de maturité finale du titre</p> <p><b>2- Titres à taux variable =</b> Nombre de jours d'aujourd'hui à la date de réévaluation de la référence de taux variable</p>
Swap de taux	Nombre de jours d'aujourd'hui à la date finale du contrat	0 pour les jambes	<p>WAM négative (-) pour la jambe payeuse et positive (+) pour la jambe receveuse</p> <p>1-Jambe variable : Nombre de jours d'aujourd'hui à la date de réévaluation de la référence de taux variable (1 jour pour l'€str).</p> <p>2- Jambe fixe = Nombre de jours d'aujourd'hui à la date finale du contrat</p>

## WAL et WAM du portefeuille

Les WAL et WAM des titres sont pondérées relativement à l'Actif net (NAV ou Net Asset Value) du portefeuille.

Les WAL et WAM des produits dérivés, sont pondérés par leur exposition relativement à l'actif net (NAV) du portefeuille.



**WAL du portefeuille (idem pour la WAM)**

$$= \sum_i (W a_i * X_i / NAV)$$

i = chaque position en portefeuille

X<sub>i</sub> = valorisation (des titres) ou exposition (produits dérivés)

NAV = Net Asset Value (Actif net du portefeuille)

Les WAL et WAM sont des mesures moyennes qui permettent de voir le portefeuille comme une obligation synthétique.

**WAL (risque crédit) :**

Pour une WAL de 6 mois (0,5 an), si les spreads de crédit s'écartent pour les titres du portefeuille de façon parallèle sur la courbe d'1 bp, alors, toutes choses égales par ailleurs, le portefeuille perd 0,5 x 1 bp = 0,5 bp.

Les plus ou moins-values sur le portefeuille monétaire évoluant dans le sens inverse de la prime de risque de crédit (spread de crédit).

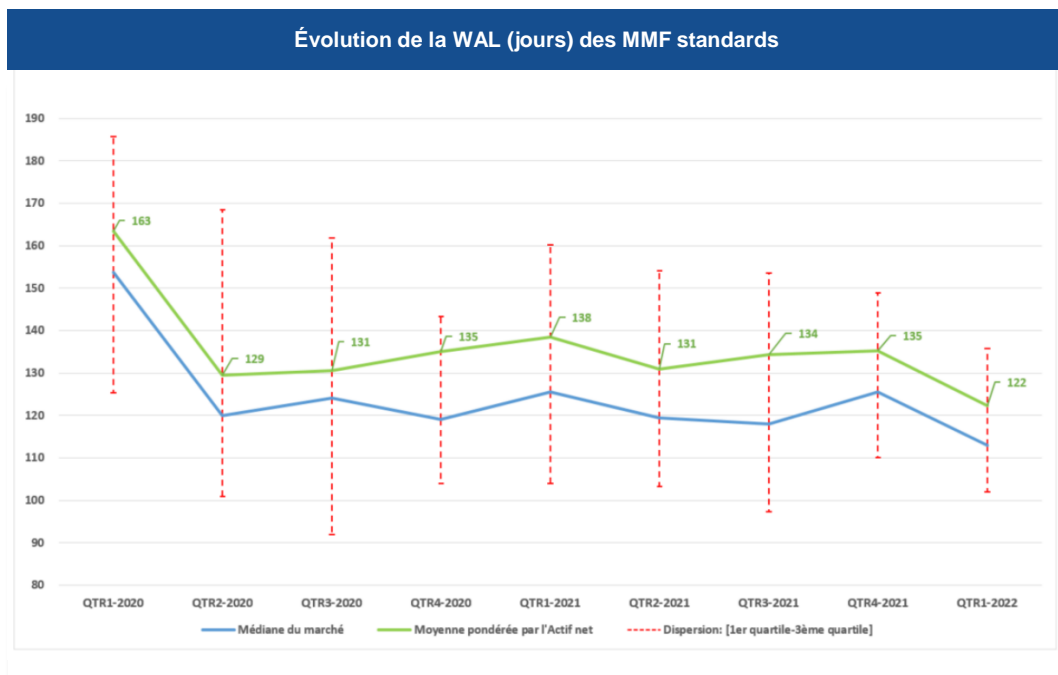
**WAM (risque de taux) :**

Pour une WAM de 2 mois (0,17 an), si les taux baissent pour tous les titres de 2 bp de façon parallèle sur la courbe, alors, toutes choses égales par ailleurs, le portefeuille gagne 0,17 x 2 bp = 0,34 bp.

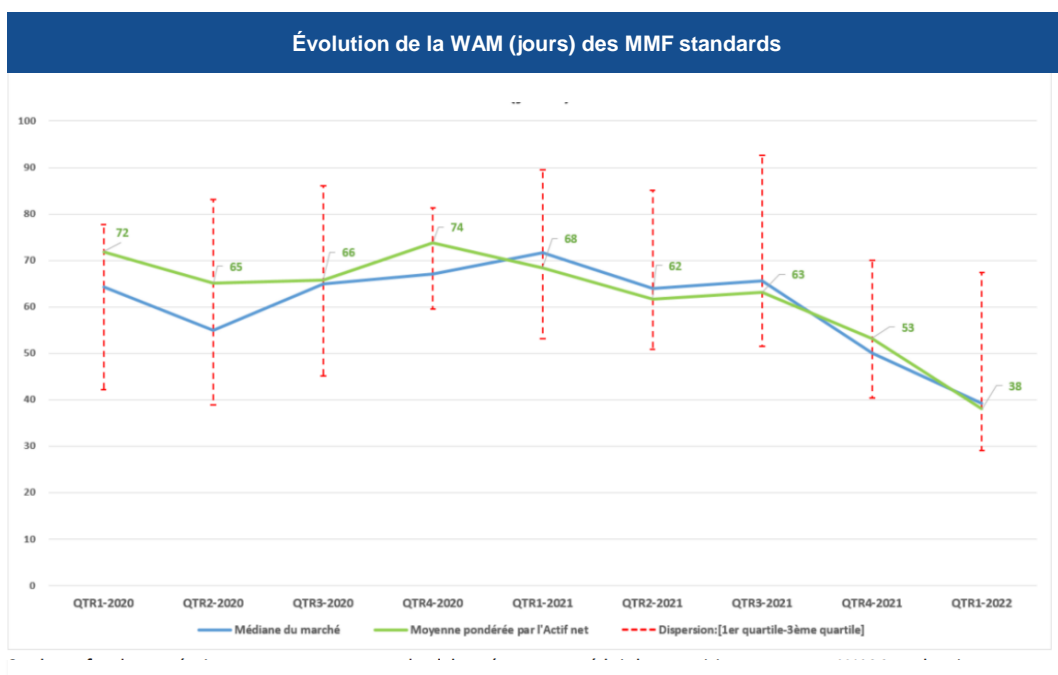
Les plus ou moins-values sur le portefeuille monétaire évoluant dans le sens inverse des taux d'intérêt.

On aura bien compris que dans un objectif de limitation des risques de taux et de crédit, les WAM et WAL des fonds monétaires sont très faibles. Elles sont d'ailleurs souvent éloignées des limites réglementaires (voir tableau des contraintes réglementaires).

Ci-dessous l'évolution des WAL et WAM du marché français des MMF standards (limite de WAL = 360 jours, limite de WAM = 180 jours) :



Source : AMF



Source : AMF

### Gestion du risque de liquidité

Les investisseurs demandent une grande liquidité des fonds monétaires. D'importants montants (plusieurs milliards d'€) peuvent être investis ou retirés d'un portefeuille sur une journée. Nous avons déjà observé des retraits pouvant atteindre 10 % de l'actif sur une journée ou 30 % sur quelques jours.

Plusieurs compartiments des portefeuilles permettent d'assurer la liquidité des fonds. Dans la suite, nous donnons des ordres de grandeur valables pour les MMF VNAV Standard, principaux fonds du marché français.

#### Une poche de liquidités

Avant la pandémie, celle-ci représentait entre 7,5 % et 10 % de l'actif des portefeuilles. Depuis, la prudence est de rigueur et les liquidités comptent pour 10 % à 20 % de l'actif. Cela permet de faire face à des rachats de façon instantanée.

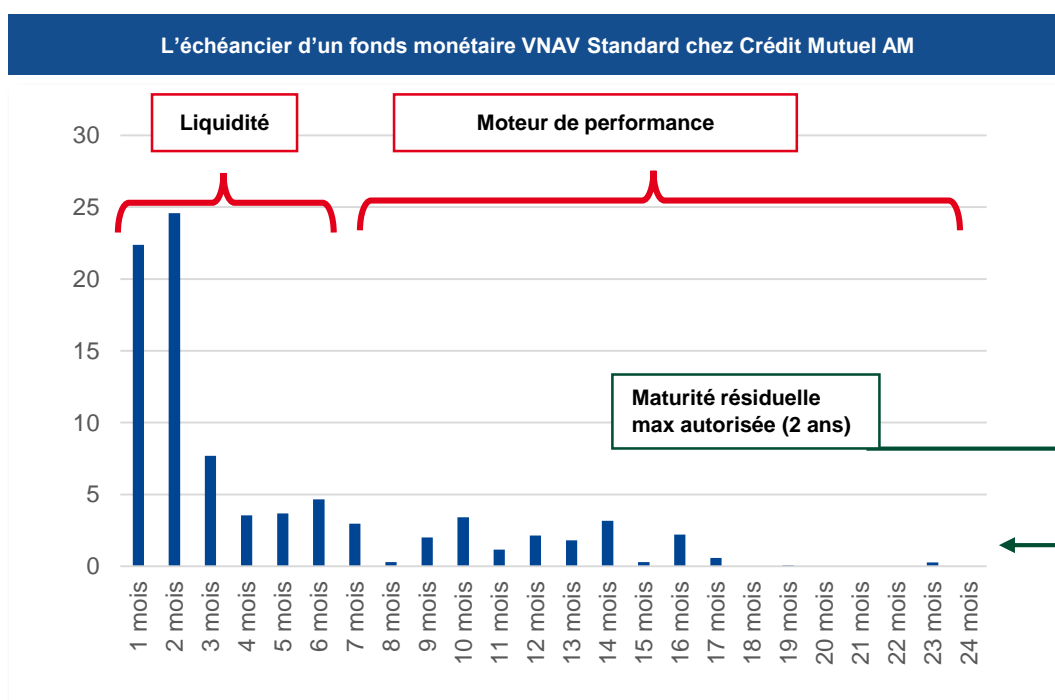
#### Une poche d'OPC

Cette dernière permet de placer le surplus de liquidité. Elle représente entre 5 % et 10 % de l'actif et peut-être liquidée dans la journée. Nous rappelons que la réglementation interdit les investissements croisés entre fonds afin de limiter le risque systémique.

#### Des tombées régulières

La dispersion des investissements sur le très court terme (< 3 mois) permet d'avoir des tombées très régulières (quotidiennes) pour faire face à d'éventuels rachats. Avec le cash, il s'agit d'une liquidité peu chère, car elle ne fait pas l'objet de vente de titres. En effet, les coûts de transaction peuvent rogner sur les quelques bp de surperformances relativement à l'€str.

Ci-dessous l'échéancier d'un fonds monétaire VNAV Standard chez Crédit Mutuel AM :

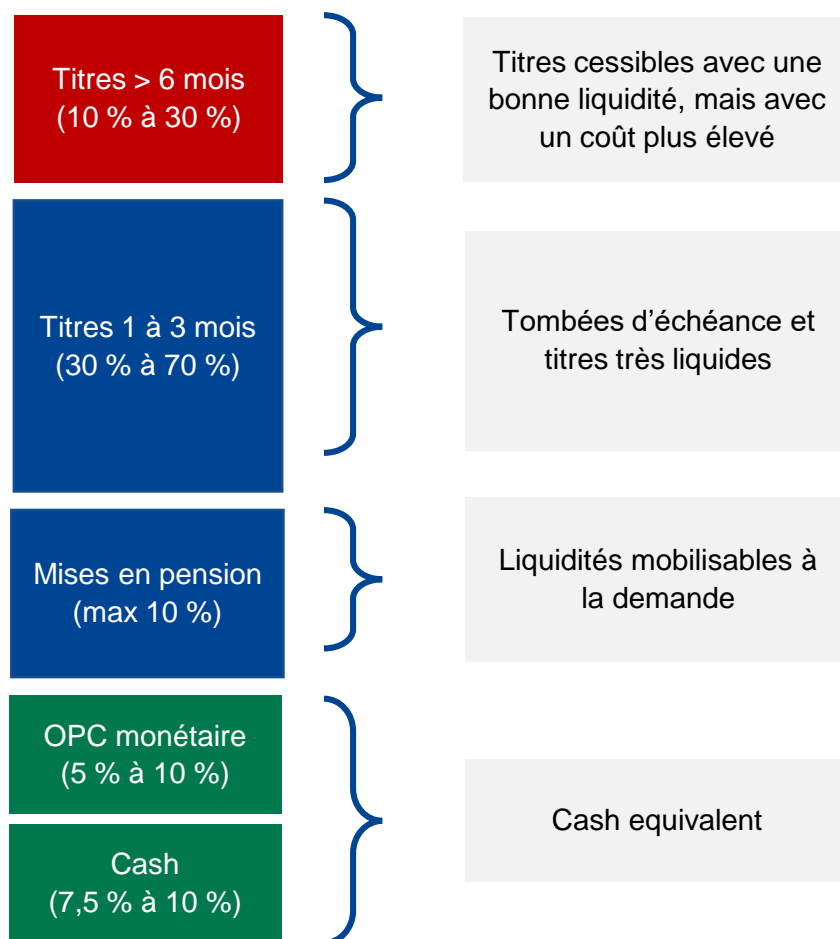


### Mises en pension

Le règlement des fonds monétaires standards autorise les mises en pension de titres à hauteur de 10 % de l'actif. Le fonds transfère des titres à une contrepartie en tant que collatéral en échange de liquidités qui peuvent permettre par exemple de faire face à des rachats. L'opération a une durée maximum de 7 jours ouvrables.

### La vente de titres

Si le cash, les OPC et les tombées, soit 25 à 35 % des portefeuilles, venaient à être insuffisants pour assurer les retraits, nous avons la possibilité de vendre des titres. La poche 0-6 mois étant considérée comme relativement liquide en période normale de marché. Elle représente environ 70 % de l'actif dans l'exemple ci-dessus. La poche 6-24 mois n'est pas considérée comme non liquide, mais comme étant plus sujette à moins-value (Mark to Market + fourchette de liquidité) et donc à pénaliser les performances. On peut résumer la liquidité d'un fonds monétaire standard par le schéma suivant (les chiffres sont indicatifs) :



### Gestion du risque de crédit

Limiter le risque crédit des portefeuilles est fondamental pour assurer une des missions des fonds monétaires : la protection du capital et des performances régulières.

Le risque crédit doit être suivi finement afin d'éviter tout risque de défaut. Ensuite, le risque de crédit peut mener à plus de volatilité dans les prix des actifs et donc impacter négativement la valorisation du fonds. Des investissements trop proches des seuils admissibles peuvent également mener à des ventes forcées pénalisantes pour le fonds en cas de dégradation de la notation de crédit.

Ci-dessous, l'échelle des notes court terme des principales agences de notation :

Qualité de crédit	S&P	Moody's	Fitch
Superior	A1+/A1	P1	F1+/F1
Satisfactory	A2	P2	F2
Adequate	A3	P3	F3
Speculative	B,C	Not Prime	F4
Defaulted	D	Not Prime	F5

Equivalent Investment Grade long terme

Les fonds monétaires sont tenus d'investir dans des actifs de bonne qualité, mais la définition n'est pas explicite dans l'article 19 du règlement européen MMF.

Tenir compte des notes des agences de notation est un élément utile dans la gestion du risque de crédit d'un portefeuille monétaire. Cependant, un processus d'analyse de crédit interne robuste, intégré à la gestion des portefeuilles monétaires, permet de limiter les risques de dégradation ou de défaillances imprévus. Le règlement MMF milite en ce sens et oblige les sociétés de gestion à ne pas se fier uniquement aux agences. Chez Crédit Mutuel Asset Management, nous avons fait le choix par exemple de noter en interne l'ensemble de notre univers d'investissement.

En pratique, les actifs éligibles dans les MMF sont similaires aux notations des 2 premières catégories du tableau, c'est-à-dire des équivalents S&P A1+/A1/A2.

### Les alternatives et compléments aux fonds monétaires

Il existe plusieurs produits ou instruments permettant de placer des liquidités à court terme. Ils sont plus un complément qu'une alternative aux fonds monétaires.

Les institutionnels ou les entreprises de taille importante peuvent eux-mêmes directement investir sur des instruments du marché monétaire : CP, Obligations courtes, Placements Privés, etc.

Les comptes ou dépôts à terme sont quant à eux accessibles à la quasi-totalité des investisseurs. Ils peuvent proposer des rendements intéressants, mais ils n'offrent pas la même diversification ou liquidité que les MMF.

Les fonds obligataires de maturités moyennes courtes sont également un bon complément aux investissements dans les fonds monétaires. Ils permettent de capturer un niveau de rendement supérieur si l'investisseur accepte une volatilité légèrement plus élevée. CM-AM Short Term Bonds et CM-AM Institutional Short Term sont par exemple 2 fonds de ce type.





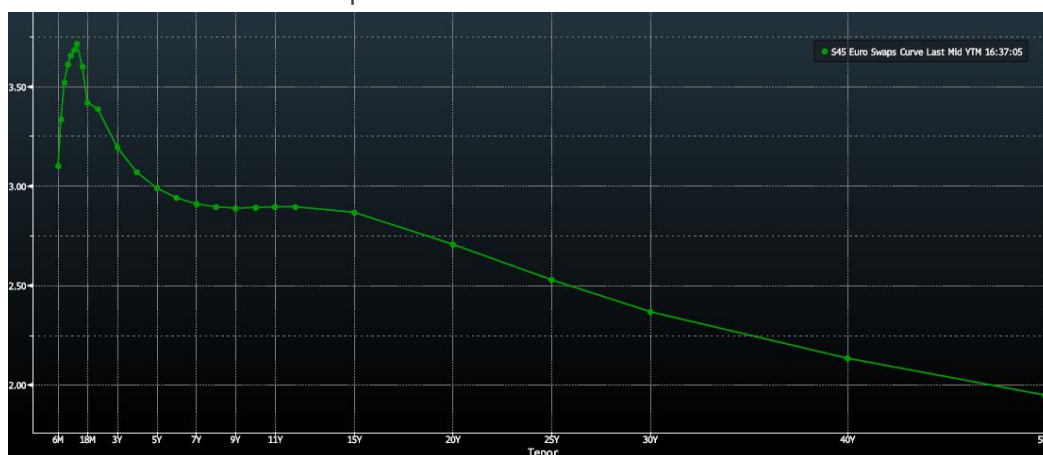
POUR CONCLURE

## POURQUOI INVESTIR MAINTENANT ?

Les conditions de marché ont rarement été aussi optimales pour investir sur les fonds monétaires. Depuis juillet 2022, la BCE a augmenté à 5 reprises ses taux directeurs. Afin de lutter contre l'inflation en zone euro, son taux de dépôt a été relevé de 300 bp, passant de - 0,50 % à + 2,50 % actuellement. Ce resserrement monétaire n'est pas terminé et nous anticipons + 75 bp à + 100 bp de hausse supplémentaire d'ici l'été 2023.

Ce resserrement monétaire associé à des craintes de récession a créé des conditions très favorables aux fonds monétaires en inversant la courbe des taux. Les investissements des MMF se font majoritairement sur le segment 0-12 mois, autrement dit sur la partie la plus rémunératrice de la courbe de swap €str.

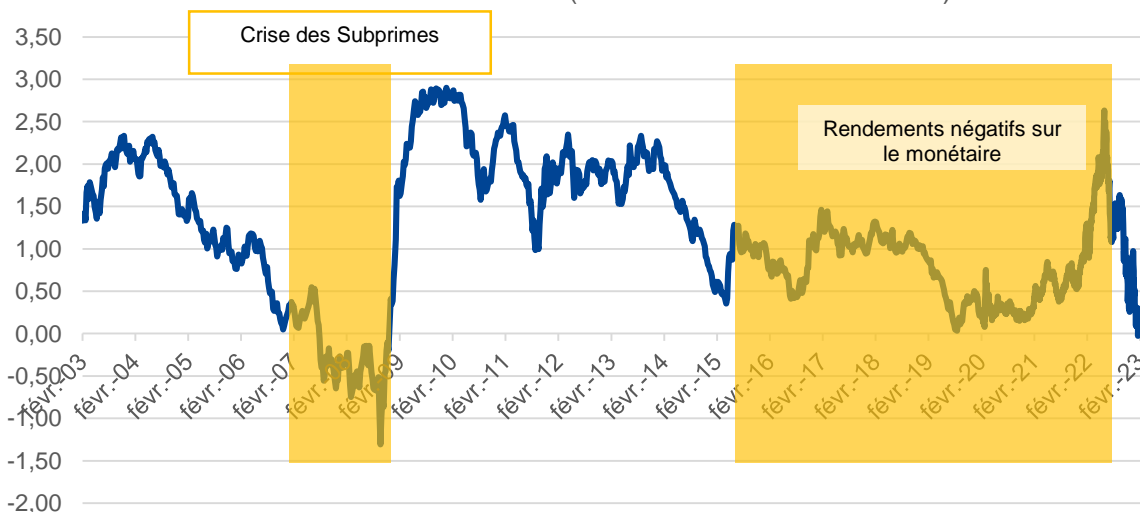
Ci-dessous la courbe swap de l'€str du 13 février 2022



Source : Bloomberg

Une courbe des taux inversée rend les fonds monétaires plus attractifs que jamais relativement aux investissements obligataires classiques. Comme nous l'avons déjà évoqué, l'Euribor 3 mois est une bonne approximation du rendement des fonds monétaires. Si nous le comparons au rendement historique de l'OAT 10 ans, on se rend compte qu'en dehors de la crise des subprimes, les fonds monétaires sont très rentables en valeur relative. Ci-dessous l'écart historique sur 20 ans entre l'OAT 10 ans et l'Euribor 3 mois, En ce moment, le niveau de l'Euribor 3 mois est similaire (voire supérieur à celui de l'OAT 10 ans).

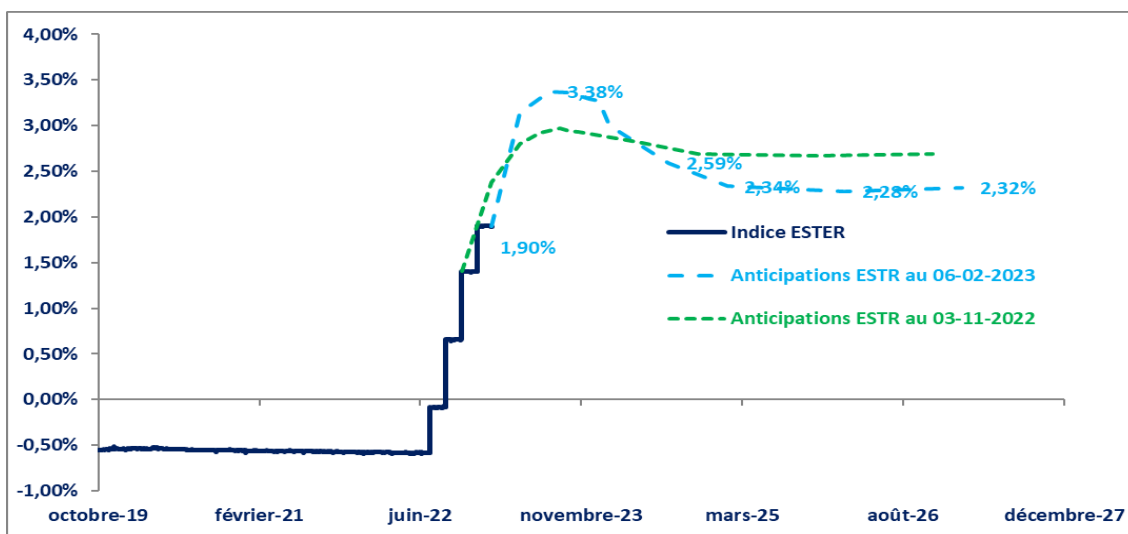
Écart de rendement en % (OAT 10 ans - Euribor 3 mois)





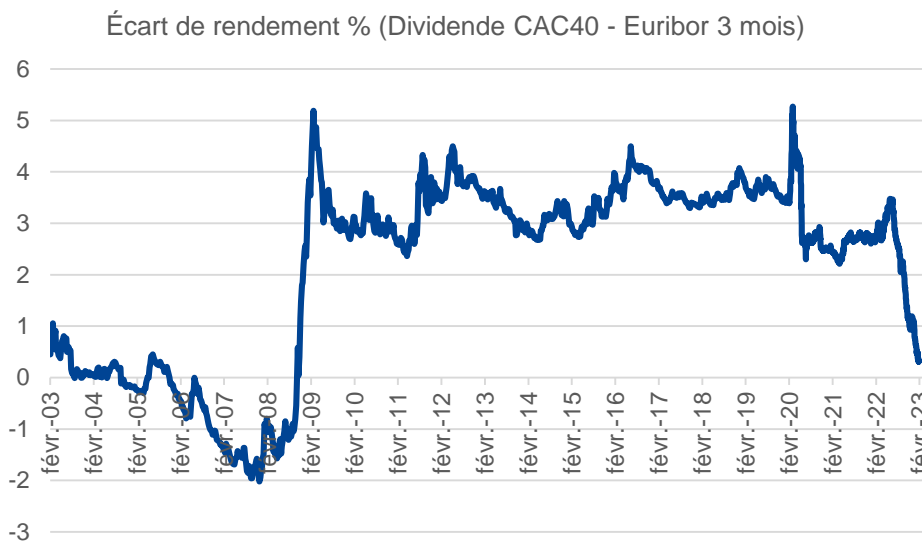
Une autre caractéristique remarquable des fonds monétaires est leur capacité à suivre les hausses successives des taux des Banques centrales. Ce sont des produits à taux variables capables de traquer les changements de politique monétaire. Ils permettent d'accompagner de manière rapide, quasi instantanée, la hausse de taux courts dans les performances. En cas de hausses de taux supplémentaires, non anticipées par le marché, les fonds monétaires permettent de se protéger d'une variation défavorable de valeur liquidative.

Ci-dessous les taux anticipés pour l'€str et donc ce que nous pouvons au moins espérer pour les MMF dans les mois à venir.



Source : Bloomberg

Il est également intéressant de comparer le niveau de rendement du marché monétaire avec celui du dividende des actions. Après près de 15 ans, l'Euribor 3 mois retrouve un niveau similaire aux dividendes moyens des principaux indices.



Dans cette comparaison, nous ne tenons pas compte du potentiel d'appréciation de la valeur des actions elles-mêmes. Cependant, certains secteurs comme celui des utilities (revenus et dividendes stables) sont souvent comparés au marché obligataire. Dans ce cadre, l'arbitrage entre le marché des taux et celui des actions est moins évident.

**Un mot sur l'inflation:**

D'abord, une simple observation des flux sur les fonds monétaires. Il est intéressant de noter qu'en dépit de l'environnement inflationniste, il n'y a pas eu de mouvement de sortie depuis les fonds. On aurait pu s'attendre à une décollecte des encours monétaires en raison d'une hausse des structures de coûts (matières premières, énergie et salaires), induisant une pression sur la trésorerie. On a finalement assisté à une stabilité du niveaux des encours, grâce à une croissance résiliente et à une capacité à répercuter les hausses de coûts dans les prix. La rentabilité et la liquidité des clients institutionnels a été favorable à la classe d'actifs monétaires.

Comme nous l'avons évoqué, les fonds monétaires permettent de protéger les investisseurs contre une politique monétaire restrictives en impactant rapidement les hausses de taux successives. C'est aussi le cas avec l'inflation : inflation et politique monétaire étant corrélées.

On peut facilement voir cette corrélation avec la règle de Taylor, qui tente d'évaluer l'orientation de la politique monétaire en fonction de l'environnement économique :

$$I_t = r + p_t + 0,5 (p_t - p^*) + 0,5 (y - y^*)$$

$$I_t = r + p_t + 0,5 (p_t - p^*) + 0,5 (y - y^*)$$

$I_t$  : taux d'intérêt nominal qui résulte de la politique monétaire.

$r$  : le taux d'intérêt réel neutre

$p_t$  : le taux d'inflation de la période  $t$

$p_t - p^*$  : différence entre l'inflation observée et le taux d'inflation visé par la banque centrale comme objectif (2% pour la BCE)

$y_t - y^*$  : différence entre le taux de croissance observé et le taux de croissance tendanciel de l'économie (outgap)

Dans l'hypothèse d'une croissance résiliente comme aujourd'hui, la corrélation est directe et linéaire. En cas de mouvement non anticipé de hausse de l'inflation, les fonds monétaires devraient en bénéficier immédiatement.

En résumé, avec les niveaux de rendements actuels, les fonds monétaires ne sont plus seulement des supports employés pour parquer des liquidités. Ils peuvent être considérés comme une classe d'actifs à part entière, pouvant entrer dans une allocation d'actifs dynamique et permettant de générer des rendements non négligeables avec une volatilité très limitée.



## POUR CONCLURE

Le marché des fonds monétaires est en constante évolution. Son intérêt pour l'économie réelle et pour les investisseurs lui ont permis de passer les différentes crises. Les réformes réglementaires successives ont rendu cette classe d'actifs de plus en plus sûre et transparente pour les investisseurs. L'innovation se poursuit, en particulier avec la montée en puissance de l'extrafinancier qui pousse les émetteurs à se réinventer en développant par exemple des programmes d'émission de Commercial Paper de format « green » ou « sustainable » pour répondre à une plus forte demande sur ces formats d'émissions. Dans l'environnement inflationniste et de retrait des politiques accommodantes, les fonds monétaires ont plus que jamais leur rôle de protecteur du capital et apporteur de liquidité à jouer.

Malgré une certaine innovation, il reste au marché monétaire de nombreux défis de modernisation à réaliser. Une standardisation des formats entre zones géographiques permettrait d'améliorer encore la liquidité et la profondeur du marché du Commercial Paper et de ses équivalents. Cette étape accélérerait sans doute la mutation technologique de ce marché, encore l'un des rares à ne pas faire l'objet de plateformes de trading.

La structure de marché elle-même mérite réflexion et d'éventuels ajustements. La crise Covid-19 a révélé certains dysfonctionnements. Depuis 2008, les banques ont été fortement contraintes sur l'usage de leur bilan. Pendant la crise de liquidité en mars 2020, elles n'ont pas pu porter de Commercial Paper ou d'obligations courtes en raison de ces contraintes, ce qui a obligé la BCE à intervenir via le PEPP. Pourtant, les banques étaient les mieux placées pour porter ces instruments de bonne qualité à court terme et jouer un rôle d'amortisseur dans le marché. Elles ont plus d'options que la majorité des acteurs du marché pour les employer. Les CP et obligations courtes de bonne qualité pourraient être considérées HQLA (high-quality liquid asset) et être éligibles au ratio LCR.

Les fonds monétaires eux-mêmes risquent de faire l'objet de modifications réglementaires. Une des réformes avancées est la mise en place de mécanismes de liquidité tels que les exit fees, l'idée étant de rendre ces fonds toujours plus sûrs.



*Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Les données chiffrées, commentaires ou analyses figurant dans ce document reflètent le sentiment à ce jour de Crédit Mutuel Asset Management sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie de Crédit Mutuel Asset Management. Les informations faisant référence à des instruments financiers contenues dans ce document ne constituent en aucune façon un conseil en investissement et leur consultation est effectuée sous votre entière responsabilité. Toute reproduction de ce document est formellement interdite sauf autorisation expresse de Crédit Mutuel Asset Management.*