

LES FONDS MONÉTAIRES DANS LA CRISE¹

JEAN-FRANÇOIS BOULIER

Directeur général, directeur des investissements, Aviva Gestion d'actifs

Président, Commission technique de gestion, Association française de la gestion financière (AFG)

CARLOS PARDO

Directeur des études économiques, Association française de la gestion financière (AFG)

Qui aurait pu pronostiquer que les fonds de trésorerie en euros seraient les premières victimes et les premiers révélateurs de l'onde de choc venue d'outre-Atlantique que, pour l'heure, les marchés dénomment la crise des « subprimes » ? Révélateurs d'autant plus inattendus que la fermeture à la souscription – mais surtout au rachat de plusieurs fonds – a profondément troublé, dans la traditionnelle pause estivale, les investisseurs et les épargnants. Le gel du marché secondaire de titres du marché monétaire, l'envolée des taux de rémunération des titres bancaires « concurrents » des fonds de trésorerie ont provoqué des mouvements de rachats importants – à certains égards déséquilibrants – et ont amplement perturbé le fonctionnement de ces fonds. Cet article a pour objectif de décrire et analyser cet important segment du marché, dont les gérants français sont leaders en Europe, les mouvements et les difficultés qu'ils ont connus, puis d'apporter un point de vue sur la gestion et la commercialisation de ces fonds qui devront évoluer à la suite de la crise.

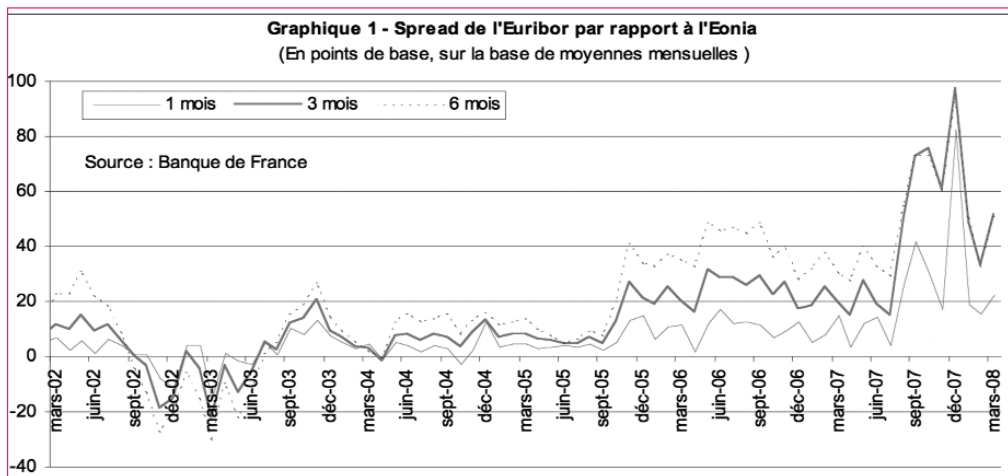
Ce début de crise financière dont on surveillait six mois plus tôt les craquements autour du yen, devise d'emprunt favorite des stratégies de *carry trade*, ou de la couronne islandaise, devise de placement de ces stratégies, s'est en fait concentré sur les titres financiers qui s'étaient caractérisés par leur discrétion, leur solidité et leur ample liquidité, à savoir les ABS (*asset backed securities*), titres émis par les véhicules de la titrisation, en particulier des crédits hypothécaires.

Parce que la portion de ces ABS investis en crédit accordés à des emprunteurs américains fragilisés, dans des conditions souvent spéculatives (notamment à

taux variable avec différé de paiement), a montré à partir de février 2007 des signes de nette détérioration, c'est l'ensemble des ABS (marché de taille vingt fois plus importante) qui est entré dans la tourmente – ABS adossés à des crédits américains hypothécaires ou, par ricochet, ABS adossés à des crédits européens – alors que les emprunteurs et leurs crédits n'étaient en rien affectés par les excès du « *subprime* ». Mais, la plupart de ces titres (notés AAA par les agences de notation) jouent un rôle déterminant dans le fonctionnement des marchés de capitaux en constituant une « monnaie d'échange » et un actif de réserve de grande quantité et de rémunération légèrement plus attractive que les titres d'État. Ces titres étaient

détenus par de nombreux fonds, en particulier des fonds monétaires. La conséquence s'est rapidement fait sentir sur le coût de la liquidité à court terme, notamment, l'écart de rémunération des titres à trois mois émis par les meilleures signatures bancaires et l'argent au jour le jour. Cet indicateur, qui s'élève habituellement à une dizaine de points de base, s'est tendu à quelque trente points de base début août 2007

entraînant une action vigoureuse de la Banque centrale européenne (BCE), la première a injecté massivement 90 milliards d'euros pour apaiser les marchés. La suite, visible sur le graphique 1 ci-après, présentant l'écart Euribor-Eonia, montre que la crise s'est amplifiée à chaque fin de trimestre et que, à fin mars 2008, la situation – certes meilleure que fin décembre – n'est pas encore rétablie.



Quelle est l'évolution récente du marché des fonds monétaires ?

■ Une terminologie et des classifications pouvant prêter à confusion

En France, les agences d'information financière distinguent deux catégories de fonds de trésorerie.

Premièrement, les fonds monétaires ou « monétaires réguliers », catégorie réglementaire définie par l'Autorité des marchés financiers (AMF) ayant les caractéristiques suivantes : performance régulière, maturité et sensibilité du portefeuille en moyenne inférieures respectivement à 12 mois et à 0,5. D'où leur faible niveau de risque (volatilité de l'ordre de 0,1 %).

Deuxièmement, les fonds monétaires issus des classifications commerciales, connus sous les noms de fonds de « trésorerie dynamique » ou de « trésorerie dynamique plus ». Ces fonds-ci ont souvent recours à des techniques de gestion permettant en principe de « surperformer » l'indice de référence, l'Eonia, de quelques dizaines de points de base. Il s'ensuit un portefeuille plus risqué. En leur totalité, ces fonds appartiennent soit à la catégorie réglementaire des « OPCVM² obligataires », soit à celle des « OPCVM diversifiés ». Toujours est-il que beaucoup de ces fonds portent dans leurs noms des vocables propres à l'univers des monétaires (*cash*, monétaire, Eonia...) et peuvent de ce fait, selon certains investisseurs, prêter à confusion. Tout en reconnaissant l'existence d'un problème de classification – notamment commerciale –, soulignons que les investisseurs agissant sur ce marché (la plupart du temps « avertis ») ont accès au prospectus explicitant l'exposition aux risques et la catégorie réglementaire de l'OPCVM en question.

Il est donc important de bien faire la différence

entre ces deux sous-ensembles car c'est ce dernier groupe de fonds de trésorerie (dits « dynamiques ») qui a connu de graves problèmes de liquidité et/ou de valorisation en France pendant la crise du « *subprime* », ce qui à son tour a ébranlé la confiance dans les « monétaires réguliers ». Les sections suivantes décrivent, d'une part, pourquoi ces fonds-ci sont importants en France – tout en les comparant ponctuellement avec ceux des États-Unis –, d'autre part, leur évolution depuis l'éclatement de la crise du « *subprime* ».

■ Des deux côtés de l'Atlantique, une industrie au service de la gestion des liquidités

Aux États-Unis, les *money-market funds* gèrent plus de 3 500 milliards de dollars, soit environ 30 %

du marché des *mutual funds* américains et 65 % du marché mondial des monétaires. En France, à fin mars 2008, l'encours global des fonds de trésorerie est de l'ordre de 560 milliards d'euros. Les fonds monétaires réguliers gèrent à cette date un encours de l'ordre de 470 milliards d'euros à comparer aux 160 milliards dix ans plus tôt, soit un taux moyen de croissance annuel de 12 % sur la période considérée. Avec une part de marché de 50 % du marché européen³, ces fonds représentent près d'un tiers des actifs totaux des OPCVM gérés en France.

C'est dire combien les monétaires réguliers sont importants pour la gestion française et, surtout, pour ses principaux clients : trésoriers d'entreprise et investisseurs institutionnels dont sociétés d'assurances, mutuelles, caisses de retraite...

(cf. tableau 1).

Tableau 1 : Entreprises et institutionnels détiennent la majorité des monétaires

Entreprises	OPCVM	Assurance	Ménages	Etab. de crédit	Autres*
32%	27%	15%	7%	5%	15%

* Associations, administrations, non-résidents

Source : Banque de France

En France – et il en est de même aux États-Unis –, la détention de fonds monétaires réguliers par les ménages est plutôt faible et son poids a tendance à diminuer (7 % de l'actif net des monétaires en 2008 contre plus de 30 % en 1995). Les ménages détenaient directement moins de 2 % des fonds dynamiques (près d'un milliard d'euros).

Quant aux fonds de trésorerie dynamique dont beaucoup ont été lancés dès la fin des années 1990 à la demande – disons-le – principalement d'investisseurs professionnels, leur volume est beaucoup moins important et en forte diminution (près de 30 milliards d'euros en mars 2008) – (cf. tableau 2).

Tableau 2 : Fonds de "trésorerie" sur le marché français

Montant en mds €	Actif net à fin			Variation			
				déc. 07/juin 07		mars 08/juin 07	
	juin-07	déc-07	mars-08	en mds €	en %	en mds €	en %
Total "trésorerie"	558,8	478,2	504,9	-80,7	-14,4%	-53,9	-9,7%
- dont monétaires réguliers	476,8	429,9	470,3	-46,9	-9,8%	-6,5	-1,4%
- dont trésorerie dynamique	53,0	30,6	20,8	-22,3	-42,2%	-32,2	-60,7%
- dont trésorerie dynamique plus	29,1	17,6	13,8	-11,4	-39,3%	-15,3	-52,5%

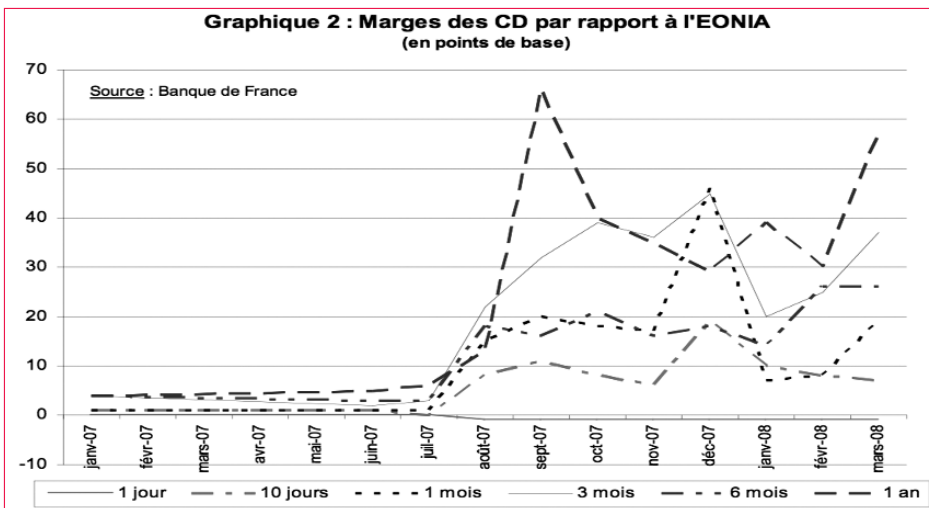
Source : AMF pour les monétaires "réguliers" et Europerformance pour les dynamiques.

Dans ces deux pays, l'étendue du marché de fonds monétaires réguliers s'explique par l'existence de marchés monétaires de titres négociables (émis notamment par les banques et les entreprises) larges et liquides – et aussi par le fait que, jusqu'à une date relativement récente, la réglementation interdisait la rémunération des dépôts en compte courant, notamment pour les entreprises. Les fonds monétaires, *via* des comptes parrainés, ont permis pendant longtemps de contourner cet écueil. Cette interdiction a été levée en 2000 aux États-Unis et plus récemment en France (mars 2005). La déréglementation n'a pas pour autant affecté l'attractivité de ces produits. La raison de la poursuite de cet essor réside dans le fait que leurs clientèles viennent sur ce segment du marché à la recherche simultanée, d'une part, de performances proches de celles des marchés monétaires et, d'autre part, on a parfois tendance à l'oublier, d'un service en continu de liquidités bon marché pour la gestion de leurs flux de trésorerie. Contribuent également à la réussite de ce produit les faibles frais de gestion et de souscription, parallèlement à des frais de rachat nuls. Ces caractéristiques structurelles positives sont probablement susceptibles d'expliquer le retour en force, en France, en début de cette année, des investisseurs professionnels vers les fonds monétaires réguliers. Ont certainement contribué à ce mouvement les rigidités inhérentes aux certificats de dépôt (CD) qui sont loin

d'assurer la flexibilité, la diversification des risques et la liquidité que demandent les trésoriers dans leur gestion courante des flux de liquidités de leur entreprise.

■ Des CD émis pour combler des problèmes de liquidité sur le marché interbancaire

Les rendements des CD, émis par les banques depuis août 2007, sont nettement supérieurs à l'Eonia d'où un effet d'éviction sensible qui a pu être observé sur le marché des monétaires réguliers, du moins jusqu'à la fin de l'année. Cet effet, conjugué à une certaine désaffection des clientèles, s'est traduit par des sorties nettes supérieures à la normale, et ce, alors même que les performances de ces fonds étaient en ligne avec les exigences traditionnelles des trésoriers d'entreprise. En effet, eu égard aux problèmes de liquidité que connaissent les banques, en raison notamment de la crise de confiance en cours se traduisant par un assèchement du marché interbancaire classique, celles-ci émettent des CD dont les taux, dépendant de leur maturité, sont supérieurs de 20 à 60 points de base par rapport à l'Eonia (*cf.* graphique 2). Cela a représenté une sérieuse concurrence pour les gestionnaires de fonds.

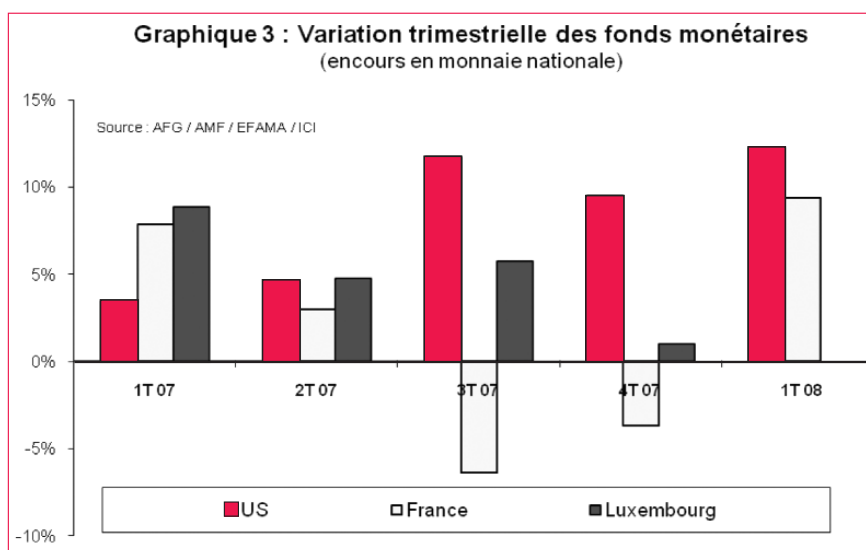


Ce graphique illustre de manière claire l'élargissement de la marge entre le taux d'émission des CD et l'Eonia et, surtout, leur instabilité depuis l'éclatement de la crise en juillet 2007. Ces écarts, qui ont du mal à se résorber, traduisent-ils la persistance de la crise de liquidité – et de confiance – sur le marché interbancaire ?

■ Une évolution du marché américain qui contraste avec celui de la France : paradoxe ?

Entre juin et décembre 2007, la France a connu des sorties nettes inédites non seulement des fonds de trésorerie dynamiques mais aussi des fonds

monétaires réguliers. Cela alors que, à la même période aux États-Unis, foyer de la crise immobilière – ou dans une moindre mesure, certes, au Luxembourg, marché où les fonds monétaires sont également importants –, la croissance de ce type de fonds non seulement a continué dans sa lancée, mais par moment a connu de fortes accélérations⁴ (cf. graphique 3). En effet, contrastant avec la situation du marché français des monétaires réguliers, depuis le déclenchement de la crise, où les encours ont diminué de 1,4 %, l'actif net des *money-market funds* américains a connu un taux de croissance record de + 38 % (cf. annexe 1). Ces fonds ont joué un rôle de « réservoir de liquidités » pour les investisseurs américains en attente d'une accalmie des marchés boursiers.



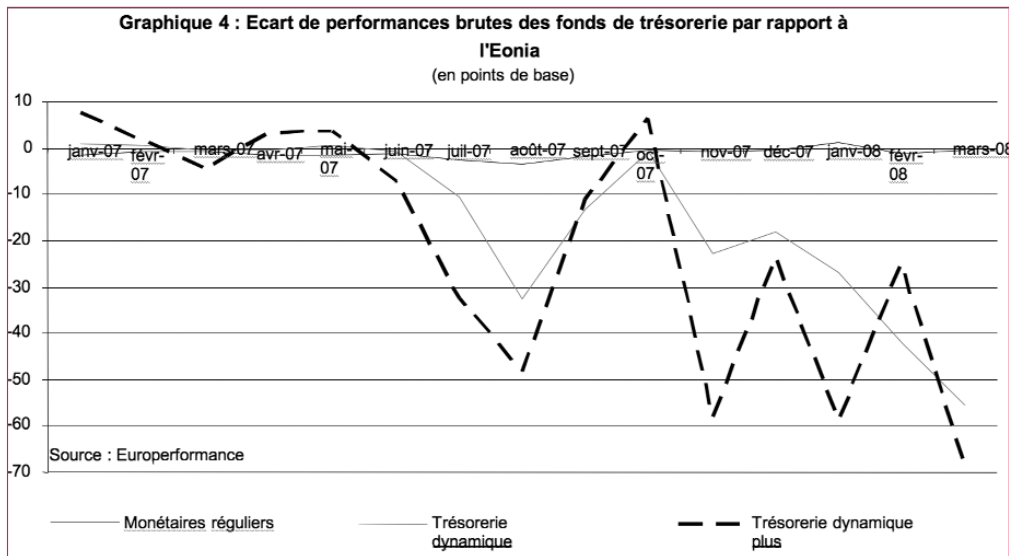
En France, après une baisse inédite d'encours de 15,2 milliards d'euros en août, les OPCVM de trésorerie régulière ont connu au total pendant le deuxième semestre un repli de 47 milliards d'euros. Les mois de septembre et décembre, phénomène récurrent à chaque fin de trimestre, enregistrent des rachats importants de parts d'OPCVM notamment liés à la clôture des comptes trimestriels des entreprises.

Si l'on tient compte de ce fait et que l'on procède à un retraitement pour corriger les effets saisonniers des mouvements enregistrés, à l'instar des années précédentes, on réduit environ de moitié la part « exceptionnelle » de cette décollecte (à peu près 20 milliards d'euros). Les mois de janvier et, en moindre mesure, février témoignent quant à eux d'une augmentation record des encours (respectivement

26 et 15 milliards d'euros contre un maximum de 18 et 12 milliards les années précédentes). Cette évolution s'explique en partie par des souscriptions nettes record et des transferts d'actifs importants des fonds « dynamiques » vers les monétaires réguliers. Ce mouvement semble confirmer une certaine normalisation de ce segment du marché. Concernant les encours des produits « trésorerie dynamique » et « trésorerie dynamique plus », ils ont diminué respectivement de 63 et 53 %. Sur neuf mois, l'actif global de ces fonds est passé de 85 à 34 milliards d'euros. Cette diminution rapide des encours est due non seulement aux sorties nettes et aux transferts, mais aussi à la dévalorisation de leurs sous-jacents.

■ Des fonds dynamiques qui continuent de pâtir de la crise du « subprime »

Enfin, sur le plan des performances financières, la situation est différente selon le type de produit. D'une part, même pendant les mois les plus difficiles pour la gestion des monétaires réguliers les performances de ceux-ci sont restées, en moyenne, en phase avec l'Eonia qui est la référence en termes de rentabilité pour les fonds de trésorerie⁵. D'autre part, et ce malgré quelques remontées sporadiques, les performances des « dynamiques » se sont fortement dégradées et expliquent probablement les sorties nettes évoquées précédemment (cf. graphique 4).



Quelles leçons sont à tirer des difficultés créées par la crise ?

Deux difficultés principales se sont fait jour dès l'été 2007 : d'une part, des difficultés liées aux rachats des fonds dans un marché de titres très affectés par la crise de liquidité, d'autre part, des difficultés de valorisation de plusieurs catégories de titres. Ces difficultés ont

affecté différemment les fonds, leur gestionnaire et leurs promoteurs. Elles ont pu être exacerbées par toutes les formes d'excès commis avant la crise provoquant par exemple une incompréhension du produit par le porteur ou une méconnaissance de certains actifs, les ABS en particulier, ou engendrant des variations importantes, à la baisse, des valeurs liquidatives d'un produit dont la performance est réputée régulière. Une mobilisation précoce des acteurs (gérants, régulateurs et auditeurs) a permis d'éviter le pire, c'est-à-dire une vague de rachats massifs des clients des réseaux (cf. annexe 2). Des solutions palliatives

ont été proposées, notamment en matière de transaction et de valorisation et, malgré l'inconfort d'une situation exceptionnelle qui aurait pu s'envenimer, les différentes parties prenantes ont trouvé des terrains d'entente pour faire face à ces difficultés.

Avec le relatif recul de quelques mois et la prudence qui sied à ce stade de la crise, nous voudrions évoquer, d'une part, des mesures concrètes d'ailleurs discutées par les parties prenantes de la gestion monétaire, en particulier au sein de l'AFG, et, d'autre part, quelques réflexions plus générales.

Les porteurs de fonds monétaires peuvent avoir des horizons très courts (de quelques jours), ou des motivations d'allocations en fonds présentant un risque très faible, ou encore une incertitude sur leur horizon de placement. Bien connaître les mouvements de passifs des fonds est donc une clé pour leur gestion. Les taux de rotation des fonds de grands promoteurs peuvent dépasser 50 % par mois. Pour autant, les retraits des uns peuvent équilibrer les souscriptions des autres, comme pour les dépôts à vue dont les fonds monétaires sont des substituts. Pour le gérant, la maîtrise de l'échéancier des tombées du portefeuille est donc primordiale. Cette gestion peut d'ailleurs être mutualisée entre plusieurs fonds afin de minimiser les à-coups dans les recours au marché.

Tout besoin de liquidité qui n'est pas coïncidant avec une trésorerie positive amène le gérant à céder un titre. Cela implique de supporter un risque de liquidité si le marché n'est pas actif et un risque de prix. Le portefeuille peut néanmoins détenir des titres plus longs que la maturité moyenne de détention et profiter ainsi d'une rémunération anticipée plus élevée. Les risques doivent être encadrés, c'est une évidence. Il ne paraît pas prudent de détenir des titres de maturité très supérieure à quelques trimestres. En outre, la maturité moyenne des titres doit, – elle aussi, être encadrée à un an maximum, voire moins pour certains produits. L'information sur l'échéancier des tombées des titres du portefeuille permet rapidement de prendre connaissance du risque de liquidité du fonds. La commercialisation de fonds dénommés depuis quelques années « monétaires dynamiques » a prêté à confusion et à controverse. Les ambiguïtés commodes peuvent être génératrices à court terme

d'une impression de sécurité bien superficielle ; de même la dénomination « *enhanced money market fund* » est sujette à la même critique. L'objectif d'un fonds monétaire est en premier lieu la liquidité, au sens de pouvoir être transformé sans difficulté, ni délai, ni variation de valeur en monnaie. La sécurité des placements et leur liquidité sont alors la meilleure garantie de moyen pour y parvenir. La rémunération à l'équilibre d'un tel placement ne peut guère s'éloigner du taux monétaire de marché avant prélèvement des frais.

Différentes associations de porteurs, entreprises ou institutions financières, ont d'ailleurs exprimé leur souhait que les monétaires répondent clairement à ces attentes et qu'ils soient plus strictement encadrés.

■ Fonds dynamiques

L'important marché des fonds « dynamiques » ayant une faible volatilité et des rémunérations proches du monétaire répond néanmoins à une demande structurelle de trésorerie stable, d'une part, ou d'allocation d'actifs, d'autre part. L'offre de ces fonds est très abondante et présente une grande variété de stratégies de gestion. Elle continuera à se développer grâce à l'innovation financière. Pourtant, le foisonnement et l'ambiguïté du label « monétaire dynamique » ont montré que les produits n'étaient pas bien compris, voire même vendus ou achetés sur le seul et fallacieux critère des performances passées. Il est donc nécessaire de mieux décrire les fonds « dynamiques » qui, à certains égards, empruntent des notions semblables à ceux des fonds alternatifs. Ne parle-t-on pas de fonds de « performance absolue » ?

Ces fonds se caractérisent selon nous par quatre critères : le moteur de performance, la nature des risques, le niveau de risque et, enfin, l'objectif de performance visé. L'explication précise de ces éléments et l'information régulière adaptée permettront au marché, clients et analystes, de rassembler et de comparer les fonds entre eux. Il paraît bien prématuré de rentrer dans une classification, à l'instar des monétaires, car la nature des actifs, la diversité des politiques de gestion et le besoin d'une analyse des

risques par l'acheteur rendent au contraire nécessaire une information riche qu'une seule étiquette ne saurait fournir. À certains égards, ces fonds se sont rassemblés contre le modèle des fonds à *benchmark*, mais cette « coalition » de circonstance, qui n'a pas été inutile au début du marché, doit évoluer maintenant que le marché mûrit au prix des retraits massifs que nous avons illustrés. Il est grand temps de dire ce que sont ces fonds, au lieu de dire ce qu'ils ne sont pas. Explicitons ce que les quatre registres d'information pourraient détailler.

■ Moteurs de performance

Les classes d'actifs classiques des fonds de faible volatilité continueront à constituer une partie substantielle de l'offre : obligations court terme, devises, obligations crédit couvertes en taux dans tous les segments de la dette (entreprises, titrisation, refinancement), taux variables ou indexés sur l'inflation. À ces classes traditionnelles, s'ajouteront les nouvelles classes d'actifs qui ne manqueront pas de se développer dans le futur. Le moteur de la performance réside, dans ce premier cas, dans la prime associée à la classe d'actifs que le gérant essaie de capter au mieux en diversifiant et en « timant » le marché. Des fonds de valeur relative ou d'arbitrage, spécialisés sur certaines classes d'actifs, mettent en jeu la capacité des gérants à déceler des différences « anormales » entre les titres ou véhicules spécifiques à une classe. Jeux de positions sur la courbe, *longshort*, crédit ou actions, interventions sur les marchés de dérivés sont autant d'exemples d'un ensemble de politiques de gestion qui trouve son pendant dans les stratégies d'arbitrage de la gestion alternative : arbitrage de convertibles, arbitrage de taux, stratégies neutres sur actions... Le moteur de performance repose sur l'hétérogénéité du marché des titres (et des dérivés) d'une classe d'actifs et sur la capacité du gérant à exploiter ces écarts. Dernière catégorie à mentionner à ce stade de développement, les stratégies d'allocation entre classes d'actifs, d'arbitrage entre les classes, et de multigestion. Le moteur de performance réside dans la capacité à détecter et exploiter les différentes primes de risque et à diversifier les risques sous-jacents.

■ Nature des risques

Selon les moteurs de performance, les risques auront essentiellement trait aux actifs détenus (première catégorie), aux *process* de gestion et aux capacités d'exécution (deuxième et troisième), voire aux asymétries d'information (multigestion). Les risques financiers traditionnels (taux, crédit, action, devise) sont de loin les mieux appréhendés. Les risques liés à la gestion active, robustesse du *process*, capacité d'exécution sur les marchés, risques opérationnels divers n'ont pas toujours fait l'objet de l'attention nécessaire. C'est sans doute une part de l'expertise de la multigestion, avantage dont la limite réside dans la qualité de l'information disponible. Le risque de liquidité a ainsi émergé de la crise récente comme étant une source majeure de différence entre les moteurs de performance. La génération des gérants présents en 2007 ne devrait plus l'oublier. Mais les nouveautés, voire la sophistication des instruments ou des stratégies mises en œuvre, apparaissent également comme un facteur de fragilité. L'équilibre sur un marché, et aussi la permanence du marché, tous deux donnés pour acquis dans nombre d'enseignements et comme hypothèse de départ de très nombreuses réglementations, devront être pris avec la « pincée de sel » et la prudence nécessaire. Le risque induit de valorisation, classique sur les segments les moins liquides, prend une tournure nouvelle : s'il faut, par exemple, substituer à un marché secondaire déficient un modèle s'appuyant sur les données des marchés effectivement actifs, comment intégrer l'incertitude sur la qualité, la robustesse, la pérennité des calibrations et estimations du modèle ? Cette rubrique doit, à l'évidence, être davantage fouillée et les incitations à la transparence et à l'introspection réellement mises en place.

■ Quantité du risque

Sur quelles échelles mesurer le risque global du portefeuille et comment est-il estimé ? Volatilité et *Value at Risk* (VaR) ont été les normes les plus fréquemment utilisées. La VaR a permis de prendre en compte les asymétries des distributions. Mais de quelle VaR s'agit-il ? Celle de la réglementation des

banques reste très liée au *trading*. Est-ce la bonne information lorsque l'horizon est de l'ordre de l'année ? Comment sur de tels horizons prendre en compte les primes de risque ? S'agit-il de mesures prospectives ou de mesures historiques calculées sur la base de valeurs liquidatives ? Dans ce cas, comment l'incertitude sur les prix et le risque du modèle sont-ils pris en compte ? Ces normes de risque, appropriées pour la plupart des situations, restent insuffisantes dans des situations extrêmes. N'est-ce pas au gérant de choisir des mesures de risque qui sont les plus appropriées, comme par exemple des mesures de « stress » ? Et, puisque la mesure est incertaine, ne faut-il pas prendre l'habitude de raisonner sur des intervalles de risque ? Ne serait-il pas judicieux qu'une notation AAA soit assortie d'un intervalle de confiance ? De plus, le mode opératoire pour calculer – estimer, diraient les experts – les mesures de risque doit être explicite.

■ Objectif de performance

De quel objectif s'agit-il ? Mesure absolue en pourcentage sur un horizon donné, performance relative aux indices monétaires, Eonia, Euribor, voire performance relative à l'inflation, aux salaires... Une panoplie complète d'objectifs peut être proposée. Pour des horizons courts, ils seront tous équivalents, mais cela n'est plus vrai sur des horizons de quelques trimestres.

En guise de conclusion : revenir à plus de raison

Ces quelques remarques techniques, pour détaillées qu'elles puissent être, ne suffisent pas à refermer un dossier qui a mobilisé l'attention bien au-delà de la centaine de gérants monétaires et de leurs assistants dont c'est le quotidien. Bénéficiant de cette bien involontaire popularité, les acteurs de la gestion monétaire voudront faire passer quelques messages pour que, par-delà les ajustements techniques, la sérénité et la prospérité reviennent. Nous voudrions y contribuer en faisant le vœu que davantage de responsabilité anime les acteurs, qu'ils soient acheteurs, promoteurs ou

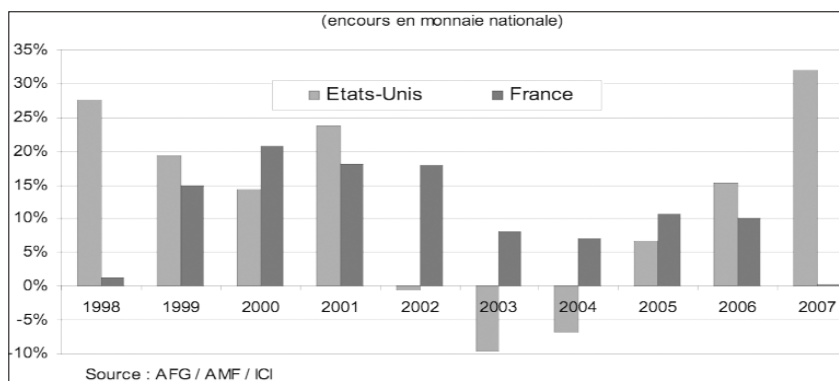
gérants. N'y a-t-il pas eu un dévoiement de la demande engendrant une surenchère de performance ? Rappelons que la compétition s'effectuait au quart de point de base annualisé, ce qui en fait correspond, sur une période de deux semaines, à un euro pour un million d'euros placé ! A-t-on pour cela surchauffé un marché dont l'encours équivaut à un quart du produit intérieur brut (PIB) de la France au risque bien réel de détruire le produit lui-même ? Rappelons qu'il a été mis en place avec l'aide patiente des gérants, des clients et de leurs associations, pendant plus de vingt-cinq ans. L'autodiscipline des gérants ne doit-elle pas mieux prouver sa vertu stabilisatrice ?

Savoir dire non aux pressions, aux incitations de court terme en particulier, n'a pas été assez valorisé et les impatiences diverses, y compris au plus haut niveau, sont demeurées insuffisamment contenues. Les pertes financières encourues par certains gérants peuvent-elles suffire pour revenir à plus de raison ? La simple observation de la rentabilité de la gestion monétaire montre le caractère absurde de cette compétition exacerbée. La profession a conscience qu'elle peut mieux faire. Formons le vœu qu'elle puisse le faire rapidement, au rythme que la sortie de la crise permettra et avec l'aide bien comprise de l'ensemble des parties prenantes.

Notes

1. Les auteurs remercient Thomas Valli pour son aide dans le domaine statistique et pour la lecture critique d'une version préliminaire de ce texte. Les opinions exprimées dans cet article n'engagent que leurs auteurs et aucunement leurs institutions respectives.
2. *Organisme de placement collectif en valeurs mobilières*
3. *Sur le marché européen des fonds monétaires, la France est suivie par le Luxembourg (part de marché 27 % ; taux de croissance depuis la crise : 14 %) et par l'Italie (avec respectivement 8 et 11 %).*
4. *Au plus dur de la crise, l'encours des money-market funds américains a connu des taux de croissance hebdomadaires de 2 à 3 %.*
5. *La totalité des fonds monétaires réguliers affiche des performances positives. Plus précisément, 90 % de ces fonds réalisent une performance supérieure ou égale à 0,75 % de celle l'Eonia.*

Annexes

Annexe 1 – Taux de croissance record en 2007 pour les *money-market funds* américains

Annexe 2 – Persistance des transactions sur les OPCVM monétaires : bon an mal an, cette activité se caractérise par sa saisonnalité. À remarquer de même que pendant la crise du « *subprime* », le niveau des souscriptions brutes et des rachats, en termes absolus

et relatifs, s'est maintenu à des positions similaires à celles des années précédentes, ce qui suggère que les investisseurs ont continué de souscrire, avec toutefois des taux de rachat supérieurs à la « normale saisonnière », du moins entre août et décembre 2007.

