



EMMANUEL GARESUSS

Analyse

L'anatomie d'un monde en manque de liquidité

La normalisation des taux d'intérêt devrait (enfin) commencer aux Etats-Unis. Mais les marchés financiers sont loin d'être sains. Les autorités ont multiplié les réglementations pour réduire le risque d'insolvabilité (Bâle III, MiFid 2, Dodd-Frank, Leverage Ratio). La preuve de leur impact positif sur l'économie reste à établir. Mais leurs effets pervers sont tout à fait visibles. «Les marchés vivent dans un faux état d'assurance. En cas de tensions, les teneurs de marché pourraient être absents et laisser les prix chuter», indique JPMorgan dans une étude. Le moindre orage boursier peut se transformer en tempête. «La question n'est pas philosophique. On ouvre la porte à une mauvaise allocation des capitaux et à des prix inadéquats», selon la banque américaine. Un marché illiquide s'accompagne de coûts de transaction plus élevés et n'est pas capable d'absorber de forts volumes d'échange. Peut-on mesurer ce risque et évaluer le danger?

La liquidité d'un marché ne peut pas être mesurée par un seul chiffre. Il faut considérer l'écart entre le prix offert et le prix demandé, le volume d'affaires, la profondeur du marché, soit la capacité à placer un ordre majeur sans changer les prix.

La gravité de la situation est fonction des catégories de titres, explique au *Temps* Robert Scott, responsable de la clientèle institutionnelle auprès de Schroders, après dix années au sein de la BRI. Depuis 2008, la liquidité s'est améliorée sur les obligations du Trésor américain selon l'écart entre le titre le plus récemment émis et le précédent. Par contre, dans les obligations à haut rendement, l'écart s'est élargi depuis le début de cette année, selon Ugo Montrucchio, gérant auprès de Schroders. Il ajoute que «la dispersion des rendements pour le même émetteur est en augmentation depuis plusieurs mois». Ne parlons pas des obligations de la Confédération, exemple même de l'illiquidité d'un marché.

Autre signe de stress, les stocks de titres des négociants principaux d'obligations se sont réduits comme peau de chagrin. Dans les obligations à haut rendement, ils s'élevaient à 7 milliards de dollars il y a un an et sont tombés à 1 milliard, selon Schroders. Dans les obligations d'entreprise, les stocks des négociants principaux sont passés de l'ordre de 250 milliards en 2007 à 50 milliards actuellement.

«Le modeste écart entre offre et demande donne une fausse impression de liquidité normale», explique JPMorgan. La banque se penche en premier lieu sur la capacité des participants à modifier les prix. «Depuis la crise, la profondeur du marché s'est réduite dans les actions comme dans les obligations», affirme la grande banque.

La faiblesse des écarts entre offre et demande, qui s'est réduite sur certains titres, donne une impression de normalité. Selon l'étude, ces écarts ne sont qu'indicatifs, mais ils sont aussi trompeurs parce qu'ils ne lient pas celui qui les communique. Dans les obligations, le «request for quote» est le système dominant, mais il doit être confirmé avant la transaction. Il arrive souvent que les cours soient fixés en dehors de ces indications de prix, selon JPMorgan.

Deuxièmement, les écarts entre offre et demande dépendent du niveau des taux d'intérêt. Ils sont bas parce que les taux sont quasi nuls et non pas en vertu d'une liquidité abondante. Enfin, la liquidité se retire lors d'une phase de tension et d'incertitude. Elle risque d'être absente au moment où le marché en aura besoin.

La structure du marché a changé. Non seulement les banques ont dû réduire ou éliminer leurs activités de trading, mais les hedge funds prennent moins de risques parce que leur clientèle a changé et est devenue institutionnelle, selon JPMorgan.

Les banques centrales, avec leurs programmes de QE, ont aussi asséché les marchés en achetant elles-mêmes des masses d'obligations sur les marchés secondaires au détriment des investisseurs privés. Par contre ce n'est pas la faute des ETF, selon Schroders. Leur part au marché des obligations à haut rendement a grimpé de 2% en 2008 à 11% actuellement. Mais ce pourcentage n'est pas excessif.

Que faire? La première décision à prendre de la part des autorités serait de faire une pause dans leur politique interventionniste afin d'étudier l'impact des décisions précédentes, selon JPMorgan. L'innovation observée sur les bourses électroniques pourrait améliorer la situation. Les acheteurs eux-mêmes (assureurs, caisses de pension, fonds de placement) pourraient apporter leur contribution, et se montrer plus actifs sur les marchés secondaires. Malheureusement, les autorités risquent de ne pas l'apprécier. Elles les considèrent en effet comme une partie de la «finance de l'ombre» et sont réticentes à leur accorder une plus grande marge de manœuvre.

C'est paradoxal: à l'heure où les banques centrales font tout pour que la liquidité soit abondante dans l'économie, les marchés sont rendus vulnérables par l'absence de liquidité. ■

La réforme fiscale RIE 3 décourage l'innovation

Un des objectifs de la 3^e réforme de l'imposition des entreprises (ci-après «RIE3») consiste à encourager les activités de recherche et développement (R & D) en Suisse par des incitations fiscales se rapportant à l'impôt cantonal sur le bénéfice.

Pour ce faire, la dernière mouture du projet de loi sur la RIE 3 a introduit une nouvelle mesure incitative, dite «en amont» parce qu'elle déploie ses effets dès les premiers investissements dans un projet: la déduction accrue (aussi appelée «super-déduction») des dépenses de R & D, par laquelle une entreprise pourra comptabiliser une charge supérieure à la somme réellement investie, réduisant ainsi son bénéfice imposable.

Malheureusement, ce dispositif fiscal s'avère inefficace pour les entreprises les plus innovantes: les start-up et PME. En effet, une start-up ne dégage forcément aucun bénéfice avant la commer-

cialisation de son premier produit ou service, et une PME réinvestit souvent son bénéfice dans sa propre croissance. Certes, il est possible (le projet de loi n'est pas explicite sur ce point) que la déduction accrue puisse être ajoutée aux pertes reportées, puis déduite d'un hypothétique bénéfice dans un délai de 7 ans. Mais cette solution ne permet en aucun cas de soulager la trésorerie des entreprises qui en ont le plus besoin.

En comparaison, la France et d'autres pays européens ont mis en place le système du crédit d'impôt «above the line» qui garantit un soutien aux activités de R & D indépendamment de la présence ou non d'un bénéfice. Cette solution offre aux entrepreneurs une meilleure visibilité sur les flux financiers engendrés par un projet, réduisant ainsi les risques et facilitant l'investissement.

La RIE 3 propose aussi une Patent Box, désormais accessible à toutes les formes juridiques d'entreprise (y compris une raison individuelle). Cette mesure incitative, dite «en aval» parce qu'elle ne déploie ses effets qu'à la fin d'un projet, consiste en une réduction jusqu'à 90% de la part du bénéfice (hors les fonctions de routine et les rémunérations des marques) pour lequel au moins un brevet et droit analogue peut être attribué à des dépenses engagées en Suisse.

Contrairement à la majorité des pays européens qui proposent des dispositifs fiscaux semblables, la Suisse n'autorise aucun cumul. En effet, lorsqu'un entrepreneur obtient pour la première fois

l'usage de la Patent Box, toutes les dépenses de R & D engagées jusque-là, y compris la déduction accrue des dépenses de R & D, sont reprises. Au-delà de l'évident problème de trésorerie créé par l'imposition des dépenses de

Le projet de loi se révèle insuffisant en comparaison internationale pour encourager les activités de R & D en Suisse

R & D passées, les entreprises concernées font face à un véritable dilemme: si un produit ou service ne réalise pas toutes ses promesses, l'utilisation de la Patent Box pourrait en aggraver la perte.

L'impact de la RIE 3 sur la compétitivité de la place économique suisse peut être évalué grâce au taux d'imposition moyen effectif (abrégé en anglais EATR). Cette mesure statistique de la charge fiscale tient compte de nombreuses spécificités réglementaires, dont les dispositifs fiscaux

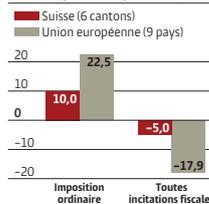
précités. Or, le cumul d'un crédit d'impôt «above the line» et d'une Patent Box sans reprise des charges passées aboutit à un EATR négatif dans des pays tels que la France et l'Espagne. Ainsi, les grands pays européens utilisent les moyens dégagés par une imposition ordinaire élevée pour soutenir les activités de R & D au moyen de conditions fiscales particulièrement avantageuses.

En conclusion, alors que la baisse de l'imposition ordinaire des sociétés rendra la Suisse généralement très compétitive (seuls quelques micro-Etats comme le Luxembourg feront encore mieux), le projet de loi sur la RIE 3 se révèle insuffisant en comparaison internationale pour encourager les activités de R & D en Suisse. Cette stratégie apparaît même incohérente face aux

4,2 milliards de francs versés annuellement par la Confédération aux hautes écoles, si leurs étudiants (dont 25,6% sont des non-résidents venus exprès de l'étranger pour leurs études) finissent par s'établir dans un pays voisin pour y démarrer leur activité, ne contribuant donc pas ainsi à l'essor et à l'innovation de l'économie suisse. ■

INCITATIONS MASSIVES DANS L'UE

Taux d'imposition moyen effectif, en %



Source: Guilhem Tardy

GUILHEM TARDY
SPECIALISTE EN FISCALITÉ INTERNATIONALE
& INVESTISSEMENT, GTARDY@NEOKAI.COM



Hypothèques: comment profiter des taux négatifs?

Les investisseurs immobiliers ont intégré le fait que la BNS pratique des taux négatifs: le taux d'emprunt interbancaire à trois mois (le Libor) utilisé en référence au refinancement des banques se situe à -0,80%. Ils n'ont cependant pas forcément identifié la meilleure manière de tirer profit de cet environnement insolite et anticipé les risques inédits que ce contexte de taux leur fait prendre.

Privilégier les emprunts à taux Libor s'est révélé moins coûteux dans un contexte de baisse discontinue des taux d'intérêt et peut encore sembler un choix raisonnable; à court terme, la Banque nationale suisse (BNS) ne suivra le cycle de hausse que la Réserve fédérale américaine (Fed) devrait initier prochainement.

Un financement Libor permet de minimiser la charge d'intérêt immédiate, mais ne prend pas en compte les risques beaucoup plus matériels auxquels s'expose l'emprunteur dans la durée: la capacité à s'assurer un financement, la volatilité des charges d'intérêt et la variation de la valeur du bien immobilier.

La situation actuelle est le résultat d'une décision surprise de la BNS. Sa fin sera probablement tout aussi imprévisible et aura pour conséquence un ajustement brutal des conditions de tous les emprunts hypothécaires. Simultanément, la hausse du taux d'actualisation entraînera une baisse de la valeur des immeubles de rendement: en passant de 4,00 à 5,00% ce taux réduira la valeur de gage d'un immeuble de rendement de 20%, et contribuera inmanquablement à créer un contexte de refinancement plus restrictif.

L'asymétrie entre les conséquences d'une hausse des taux et les bénéfices à tirer d'une prolongation de la situation actuelle est évi-

dente. Les propriétaires de biens immobiliers devraient dès lors surpondérer les emprunts long terme à taux fixes et ne conserver qu'une faible portion de financements Libor. Ce d'autant qu'il est historiquement peu coûteux de s'assurer contre une hausse des taux: l'écart entre le taux à 10 ans et le taux Libor à 3 mois mesurant le coût de la sécurité sur dix ans s'est élevé en moyenne à 1,70% sur les vingt dernières années, il n'est actuellement que de 0,75%.

Comprises entre 2,25 et 2,50%, les conditions d'emprunt à 20 ans sont particulièrement attractives

De plus, alors que le taux Libor est projeté négatif pour les 5 prochaines années, l'emprunteur n'en profite pas, les banques appliquant un taux «plancher» de zéro. Les taux de swap à 10 et 20 ans utilisés en référence aux conditions des taux fixes sont le reflet des projections du Libor et intègrent cinq années négatives. Fixer un taux à long terme est dès lors la seule manière de profiter du Libor négatif.

Comprises entre 2,25 et 2,50% les conditions d'emprunt à 20 ans sont particulièrement attractives. Leur durée présente la couverture la plus efficace contre une hausse du taux d'actualisation et minimise par la même occasion le risque de résiliation inhérent aux emprunts Libor. Cependant, rares sont les emprunteurs qui y ont recours par manque d'offres bancaires et par crainte des coûts d'un potentiel remboursement anticipé.

Pour tirer durablement parti de l'environnement actuel et éviter les effets qui découleront inévitablement d'une normalisation de la situation actuelle, il convient dès lors non seulement d'identifier les instituts qui proposent les solutions les plus favorables en termes de taux, mais également de maturité et de flexibilité.

Bien que ce soit encore réservé à des emprunts de montants significatifs, certains instituts ont compris les attentes de propriétaires immobiliers plus exigeants et proposent des solutions «sur mesure», qui intègrent l'ensemble de ces éléments. Un emprunt à 20 ans peut, par exemple, prendre la forme d'un taux Libor plus une marge bancaire de 1,20% pour les 3 premières années et d'un taux fixe de 2,60% pour les 17 années suivantes, soit un taux moyen de 20 ans de l'ordre de 2,40%.

Dans un scénario de hausse des taux à long terme, la valorisation positive du taux fixe permettra de mitiger l'impact de ce mouvement sur la valorisation de l'actif immobilier. Cette valorisation exclura la marge bancaire (1,20% dans l'exemple) et s'effectuera uniquement sur la base de la différence entre 1,40% (2,60% - 1,20%) et le taux interbancaire de la durée résiduelle du prêt. Le propriétaire bénéficiera ainsi pour 20 ans d'une protection contre un environnement de refinancement qui deviendra plus restrictif, contre une éventuelle hausse des charges d'intérêt et contre une moins-value de l'actif immobilier découlant d'une hausse des taux d'actualisation.

Les conditions exceptionnelles des taux d'intérêt rendent nécessaire l'évolution des pratiques et des solutions de financement proposées par les instituts bancaires. Certains l'ont compris et offrent des solutions novatrices permettant aussi bien de sécuriser des taux d'intérêt à long terme attractifs que de gérer les risques que génère un contexte inhabituel. Les autres devront s'adapter. ■

JEAN-GUILAUME PÉYRE
CEO RMG THE RISK
MANAGEMENT GROUP

