

Préparer les banques à une hausse des taux

Les enseignements des précédents resserments monétaires.

J. BRADFORD DELONG*

La Réserve fédérale américaine (Fed) a entrepris un effort visant à resserrer la politique monétaire quatre fois au cours des quatre dernières décennies. A chaque fois, l'effort a déclenché des processus qui ont réduit l'emploi et la production bien au-delà de ce que le personnel de la Fed avait prévu. Alors que la Fed se prépare à nouveau à resserrer la politique monétaire, un examen de cette histoire (et de l'état actuel de l'économie), suggère que les Etats-Unis sont sur le point de s'avancer en territoire dangereux.

Entre 1979 et 1982, le président Paul Volcker a modifié l'approche de la politique monétaire que se faisaient les pouvoirs publics. Son idée était la suivante: en contrôlant la quantité de monnaie en circulation, la Fed pourrait combiner des réductions plus importantes de l'inflation à de plus petites augmentations de la capacité inutilisée et du chômage, par rapport aux prévisions des modèles keynésiens.

Malheureusement pour la Fed (et pour l'économie américaine), les modèles keynésiens se sont avérés précis: leurs prévisions des coûts de la désinflation étaient exactes. En outre, cette période de resserrement monétaire a eu des conséquences inattendues: des établissements financiers comme Citicorp ont constaté que seule une abstention de réglementation les avait sauvés de la faillite et une grande partie de l'Amérique latine a été plongée dans une longue dépression.

Puis entre 1988 et 1990, une autre série de resserments monétaires sous Alan Greenspan a ravagé les bilans des sociétés d'investissement et de crédit immobilier, qui étaient surendettées, sous-capitalisées et qui avaient déjà du mal à survivre. Pour éviter que la récession qui s'ensuivit ne s'aggrave, le gouvernement fédéral fut contraint de renflouer les établissements insolubles. Les gouvernements des Etats étaient également sur la corde raide: le Texas a dépensé l'équivalent de trois mois de recettes totales pour sauver ses associations d'épargne immobilière et leurs déposants.

Entre 1993 et 1994, Greenspan freina à nouveau la politique monétaire, pour s'étonner ensuite de l'impact que de petites quantités de resserrement pouvaient avoir sur les prix des actifs à long terme et sur les coûts d'emprunt des entreprises. Heureusement, il était prêt à revenir sur sa décision et à réduire le cycle de resserrement (malgré les nombreuses protestations du Comité de définition des politiques du Federal Open Markets Committee), un mouvement qui a empêché l'économie américaine de s'enfoncer à nouveau dans la récession.

L'épisode le plus récent (entre 2004 et 2007), fut le plus dévastateur. Ni Greenspan ni son successeur Ben Bernanke n'ont compris à quel point le marché du logement et le système financier étaient devenus fragiles après une longue période de sous-réglementation. Ces erreurs jumelles (une

déréglementation, suivie d'un resserrement mal orienté de la politique monétaire), continuent de ronger l'économie des Etats-Unis. Le cycle de resserrement dans lequel la Fed semble maintenant s'embarquer advient à un moment délicat pour l'économie. Le taux de chômage des Etats-Unis peut laisser entrevoir un risque de hausse de l'inflation, mais le ratio emploi-population continue de signaler que l'économie se trouve dans une profonde détresse. En effet, les modèles de salaire suggèrent que ce rapport, et non pas le taux de chômage, est le meilleur indicateur d'une période creuse de l'économie: et personne il y a dix ans n'aurait interprété le ratio emploi-population actuel comme étant une justification du resserrement monétaire.

La Fed elle-même ne semble pas convaincue que l'économie soit confrontée à un danger imminent de surchauffe. L'inflation aux Etats-Unis est non seulement inférieure à l'objectif à long terme de la Fed, mais on s'attend à ce qu'elle le reste pendant trois ans. Et le changement de politique de la Fed advient à un moment où ses économistes estiment que la politique budgétaire des Etats-Unis est indûment restrictive. En attendant, étant donné la fragilité (et l'interdépendance), de l'économie mondiale, le resserrement de la politique monétaire aux Etats-Unis pourrait avoir des répercussions négatives à l'étranger (avec un retour de flamme au niveau national), compte tenu de l'instabilité en Chine et du malaise économique en Europe.

Il est tentant de conclure que l'empressement de la Fed à resserrer sa politique monétaire, en dépit de précédents historiques défavorables et d'une incertitude économique continue, est entraîné par les banques commerciales qui ont un poids excessif dans la mise au point des politiques officielles. Après tout, le modèle d'affaires des banques commerciales ne fonctionne que lorsque les banques peuvent gagner de l'argent (grâce à des investissements passifs et relativement sûrs à long terme) soit au moins 3% de plus par an que ce qu'ils paient à leurs déposants. Et cela n'est possible que si les taux du Trésor américain sont plus élevés qu'ils ne le sont actuellement. Si cela est vrai, cela traduit une incompréhension de la part des banquiers quant aux intérêts matériels de leur propre secteur d'activité. La chose la plus utile dans l'intérêt des banques commerciales n'est pas une augmentation immédiate des taux, mais plutôt une politique monétaire qui contribue à faire en sorte que l'économie soit capable de supporter des taux d'intérêt plus élevés à l'avenir. Si l'on peut tirer des leçons de l'histoire, un resserrement monétaire à court terme ne fera que conduire à de nouvelles turbulences économiques, suivies d'un retour rapide à des taux d'intérêt faibles. S'embarquer dans cette voie devrait être une source d'inquiétude pour chacun.

*Berkeley, Project Syndicate

Les véhicules patrimoniaux et le formulaire W-8BEN-E

FATCA. L'analyse entre les principales catégories et le choix entre ces différents statuts ne sont pas aisés.

Après avoir posé bien des tracas administratifs et organisationnels aux intermédiaires financiers en 2014, le Foreign Account Tax Compliant Act (Fatca) touchent désormais les clients de ces établissements, en particulier les véhicules patrimoniaux privés détenant des comptes bancaires. Ceux-ci doivent remplir et signer les formulaires W-8BEN-E ou W-8IMY envoyés par les banques dans le cadre du processus de revue des comptes entités préexistants devant être achevé le 30 juin 2016 ou pour toute nouvelle ouverture de compte. Le but de l'exercice est d'obtenir de la part de ces entités la confirmation qu'elles ne sont pas contributables américaines et la certification de leur statut Fatca, indépendamment du fait qu'elles aient des bénéficiaires américains ou non. Le choix du statut Fatca a une conséquence sur la responsabilité de l'entité vis-à-vis de la mise en œuvre du Fatca. En effet, si un véhicule patrimonial a un statut d'établissement financier FFI, il a une responsabilité accrue en terme de due diligence et de reporting. En revanche, s'il a un statut d'entité non-financière NFFE, le dépositaire endosse la responsabilité principale d'établissement financier rapporteur, c'est-à-dire de responsable Fatca. Il est dès lors primordial de bien comprendre à quelles conditions un véhicule patrimonial est considéré comme un établissement financier FFI. Tel est le cas si:

- 1) il détient des actifs financiers;
- 2) il génère plus de 50 % de ses revenus bruts grâce à la détention de ces actifs financiers;
- 3) les actifs financiers sont gérés professionnellement par un autre établissement financier FFI, comme une banque ou un gérant de fortune. Si le véhicule patri-

monial qualifie comme FFI, il doit décider comment appliquer les exigences de due diligence et le cas échéant de reporting et withholding Fatca. Il peut soit les appliquer lui-même, soit en déléguer la mise en œuvre. En ce sens, il existe trois principaux statuts parmi la trentaine disponible sur les formulaires W-8BEN-E ou W-8IMY:

- Le Reporting FFI implique l'application de Fatca par l'entité elle-même, avec son enregistrement auprès de l'IRS, la nomination d'un Officier responsable et l'obtention d'un Global Intermediary Identification Number (GIIN).
- L'Owner-documented FFI délègue contractuellement à la banque dépositaire la mise en œuvre de Fatca. Toutes les banques ne fournissent pas ce service et les conditions varient d'un établissement à l'autre. L'application de ce statut peut notamment être problématique en cas de pluralité de dépositaires.
- L'entité Sponsorisée délègue contractuellement la mise en œuvre de Fatca à un Sponsor. L'entité Sponsorisée bénéficie de l'enregistrement du Sponsor et n'a pas besoin de nommer un Officier responsable, ni de s'enregistrer auprès de l'IRS si elle n'a pas plus de 20 bénéficiaires. A contrario si un véhicule patrimonial ne remplit pas les critères d'établissement financier FFI, il a en principe un statut d'entité non-financière NFFE. Il existe deux types de NFFE: les actives qui ont en principe une activité commerciale, et les passives qui génèrent 50% ou plus de leurs revenus par des revenus passifs ou qui ont 50% ou plus d'actifs détenus pour la production de revenus passifs. Dans tous les cas, le véhicule patrimonial doit déterminer et certifier son statut Fatca à la banque. A défaut, il sera traité

comme un établissement financier Non-participant, avec pour conséquences une retenue à la source de 30% sur les revenus US (y compris sur le montant brut des ventes), la communication des données du compte à l'IRS par le biais de l'entraide fiscale administrative, et vraisemblablement l'impossibilité d'ouvrir ou de maintenir des relations bancaires.

L'analyse entre les principales catégories et le choix entre ces différents statuts ne sont pas aisés, et nécessitent une bonne connaissance des revenus, des actifs et de l'activité des véhicules patrimoniaux, de même qu'une discussion entre les représentants de l'entité, les bénéficiaires, et le cas échéant la banque ou un Sponsor. Les directeurs, administrateurs ou trustees des véhicules patrimoniaux devront dans cet exercice faire preuve d'une diligence toute particulière, puisqu'ils effectueront une certification sous peine de parjure selon le droit américain en signant les formulaires de type W-8. Fatca déploie ici pleinement ses effets extraterritoriaux en ce qu'il fait porter à chaque intermédiaire une responsabilité dans l'identification et la documentation de potentiels contributables américains. Ces mesures s'inscrivent dans l'essor de la transparence fiscale internationale qui culminera pour le Suisse dès la période fiscale 2017 avec l'entrée en vigueur des standards de l'OCDE basés sur des règles et principes identiques à ceux de Fatca. La fin des tracas pour les intermédiaires financiers et pour leurs clients n'est dès lors pas pour le 30 juin 2016.

GUILLAUME DE BOCCARD
Geneva Compliance Group



FATCA DÉPLOIE ICI PLEINEMENT SES EFFETS EXTRATERRITORIAUX EN CE QU'IL FAIT PORTER À CHAQUE INTERMÉDIAIRE UNE RESPONSABILITÉ DANS L'IDENTIFICATION ET LA DOCUMENTATION DE POTENTIELS CONTRIBUABLES AMÉRICAINS.

Les Chinois devront faire faillite

L'Etat doit promulguer des lois sur la faillite des sociétés publiques et privées. Pour neutraliser les sociétés «zombies».

MICHEL SANTINI*

Le mal profond dont souffre la Chine n'est pas forcément celui ou ceux que l'on croit. Ce sont en effet les sociétés «zombies» qui gangrènent son tissu économique, c'est-à-dire ces entreprises en état d'échec que les autorités chinoises maintiennent néanmoins sous respirateur artificiel. L'argent facile et à très bas prix qui inondait le système favorisait effectivement toutes sortes de comportements inconséquents, de gestion pour le moins discutables et d'allocation des ressources déficiente. Pourtant, ces entreprises existent toujours à l'heure actuelle. Pire encore, puisqu'elles continuent de consommer des ressources pour produire des biens et des marchandises avec des pertes plus ou moins importantes. L'Etat et ses banques ne cessent effectivement d'y injecter des liquidités, ou -au minimum- d'en reconduire ou de restructurer les prêts, afin de préserver l'emploi et l'outil de travail.

C'est donc en faisant la promotion active de la mauvaise gestion de leurs entreprises nationales que les autorités chinoises achètent la paix sociale, se trouvant être leur priorité - ou obsession? - principale. Soutien qui se pratique à tous les niveaux puisque des usines complètement à la dérive dans toutes les provinces de Chine sont maintenues à flot dans le seul but de renflouer l'économie locale. L'exemple du voisin japonais devrait pourtant alerter les autorités chinoises, de ce Japon ayant subi une traversée du désert de vingt ans pour s'être obstiné à maintenir en vie ses entreprises et ses banques agonisantes. La (double) «décennie perdue» japonaise provient effectivement en ligne droite de la stagnation économique induite par le soutien étatique apportée aux entreprises moribondes. En mettant ses pas dans ceux du Japon des années 1990, la Chine favorise une infection de l'ensemble de son système par ces propres sociétés «zombies» et sape ainsi ses perspectives de croissance.

Tétanisé par le chômage de masse et par l'agitation sociale qui en serait immanquablement issue, le Parti communiste participe activement au pourrissement de son tissu économique - et ce faisant se saborde - en évitant la faillite à nombre d'entreprises désormais parasites. Les autorités chinoises tentent ainsi de modeler ou d'infléchir le système capitaliste qui exige pourtant qu'une entité mal gérée disparaisse. La faillite est en effet la sanction par excellence d'erreurs et de maladroites commises dans le cadre de la gestion et de la direction d'une affaire: c'est ainsi que le système nettoie les fautes de gestion, et c'est à ce jour la seule méthode pour reconstruire sur les ruines d'un échec. La Chine feint d'ignorer cette règle fondamentale qui consiste à laisser mourir une entreprise qui génère des pertes, afin de réallouer les ressources qu'elle monopolisait jusque là de manière plus productive. Il est donc crucial pour l'avenir de son économie comme de

ses emplois que la Chine tranche dans le vif, et qu'elle sépare les dettes de l'appareil productif. La faillite est en effet la trouvaille idéale inventée par le capitalisme et qui permet de restructurer ou de carrément effacer les dettes, tout en préservant les actifs qui peuvent dès lors être réalloués à bon escient. Avant de soutenir ses bourses et avant de manipuler sa monnaie, la Chine doit d'urgence promulguer des lois sur la faillite de ses sociétés qui devront évidemment s'appliquer à celles détenues par l'Etat autant qu'àux entreprises privées. La faillite autorise ainsi de pardonner les erreurs passées et de redéployer les atouts inhérents à toute entreprise au bénéfice de la collectivité. Une perte n'affecte pas exclusivement l'entreprise qui la subit, elle nuit à l'ensemble du tissu économique et, en finalité, appauvrit la société. Véritable droit à l'oubli, la faillite est le pilier essentiel du système capitaliste.

*gestionsuisse.com