



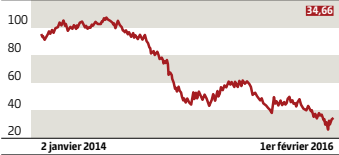
MATHILDE FARINE

Analyse

Le pétrole, le dilemme du prisonnier et l'économie en otage

RETOUR DE BALANCIER

Prix du pétrole, en dollars



Source: Bloomberg

La chute des prix des matières premières, engagée depuis l'été 2014, a d'abord offert un bol d'air à une économie mondiale à la peine. Bien sûr, les pays producteurs de brut ont observé avec horreur la dégringolade, qui n'a jamais semblé vouloir cesser. À l'exception d'une stabilisation au printemps dernier. Pour le reste, ces 18 derniers mois ont vu les cours être divisés par trois (au-dessus de 30 dollars ces jours) et le pétrole pourrait continuer sa chute jusqu'à 20 dollars, selon Goldman Sachs.

Pour le reste du globe, dont l'économie ne dépend pas quasi exclusivement de la manne pétrolière ou qui est suffisamment diversifiée pour que cela ne pose pas un problème systémique (Etats-Unis), ce recul a donné un coup de fouet à l'activité. Il a profité aux entreprises, comme aux consommateurs, qui ont pu dépenser ailleurs ce qu'ils consacraient jusque-là à l'énergie. Cela s'est vérifié dans le monde industrialisé, mais aussi dans certaines régions émergentes. Dont le moteur de la croissance mondiale, la Chine. Mais aussi l'Inde, qui a pu profiter de la baisse des cours pour réduire la pression sur le budget public (l'énergie reste subventionnée).

Jusqu'ici, tout va bien. Mais tout cela pourrait changer. Nous sommes proches du point de rupture, où les bénéfices des prix bas ne dépassent plus les pertes. L'évolution des prix du pétrole s'explique par plusieurs facteurs, dont l'un n'est pas plus compliqué que le mécanisme de l'offre et de la demande: l'offre s'est envolée, notamment avec le développement du pétrole de schiste aux Etats-Unis, tandis que la demande s'est tarie, les pays les plus gourmands en énergie ayant subi un ralentissement de leur activité.

Ce décalage – offre excédentaire, demande en baisse – est normalement régulé par les pays producteurs eux-mêmes. Ces derniers ont adapté de concert leur production à plusieurs reprises dans l'histoire. Mais ils n'y sont pas parvenus ces 18 derniers mois. Cela pourrait changer, les pays de l'OPEP seraient proches d'un accord, auquel se rallieraient les pays non membres, ce qui serait une nouveauté.

Pour chaque pays producteur, le point d'équilibre est différent. Pour avoir un budget à l'équilibre, l'Arabie saoudite doit pouvoir compter sur un baril à 80 dollars. Pour les producteurs américains, le chiffre est plus bas. Tout dépend des investissements engagés pour extraire le pétrole. Une chose est sûre: la production n'est rentable pour personne au cours actuel. Et si personne n'agit pour l'instant pour freiner sa production, cela peut s'apparenter à la théorie des jeux. Plus précisément au dilemme du prisonnier, en quelque sorte. La solution optimale pour tous les acteurs serait que chacun baisse sa production. Or chacun attend que l'autre se décide à réduire sa production, pour cause de faillite en chaîne par exemple, pour pouvoir s'offrir de meilleures parts de marché. Ou une influence géopolitique plus importante.

Puisque personne ne bouge, c'est le pire résultat: tous les acteurs souffrent. Et bientôt peut-être aussi l'économie mondiale. Parce que des dégâts collatéraux commencent à apparaître. La semaine dernière, la Banque mondiale et le Fonds monétaire international ont dû se mobiliser pour venir en aide à l'Azerbaïdjan. Le Brésil vit une récession extrêmement violente en partie en raison de la faiblesse des prix des matières premières. L'Equateur et le Venezuela inquiètent aussi les responsables des deux institutions. En Asie et dans le Golfe aussi, cette situation change la donne et oblige les pays à puiser dans leurs réserves de devises pour colmater les budgets. Lundi, c'est le Nigeria qui appelle à l'aide.

De même, nombre de ces pays voient leur monnaie s'écraser parallèlement aux prix du pétrole et interviennent pour stabiliser leur monnaie, dilapidant là aussi des milliards de dollars de réserves de change. Or, ces réserves ont été investies en Europe et aux Etats-Unis, soutenant le cours de certaines entreprises, ou dans la dette publique, surtout américaine. Qui remplacera ces créanciers? ■

Vers une «patent box» trop restrictive en Suisse?

La 3e réforme de l'imposition des entreprises (ci-après «RIE 3») introduit une «patent box» [l'imposition préférentielle des revenus issus de la propriété intellectuelle] permettant d'appliquer une imposition réduite sur les résultats tirés de brevets et droits comparables. Ces derniers doivent être précisés par le Conseil fédéral, et font aujourd'hui l'objet d'intenses discussions au parlement.

Le Conseil fédéral écrivait, dans son message du 5 juin 2015, vouloir adapter la «patent box» aux normes de l'OCDE en la matière. Celles-ci ont été arrêtées en octobre 2015 pour inclure les modèles d'utilité (servant à protéger des améliorations aux produits existants), les droits de protection sur les plantes (notamment sur les plantes OGM développées par l'industrie de biotechnologie) et les certificats complémentaires qui visent à prolonger la protection d'un brevet (essentiellement dans l'industrie pharmaceutique et de biotechnologie), ainsi que les logiciels protégés par le droit d'auteur.

La Suisse doit éviter les demi-mesures

Les modèles d'utilité concernent essentiellement les domaines de la mécanique (montres, machines, équipements électriques et métaux) qui sont aussi nos principaux secteurs d'exportation, alors que de nos jours les logiciels sont devenus essentiels à presque tous les secteurs économiques. Par contre, les brevets et autres droits comparables précités sont l'apanage d'un petit nombre d'entreprises technologiques, pharma-

ceutiques ou de biotechnologie. Or la Suisse n'offre pas de protection aux modèles d'utilité, à l'instar de plusieurs pays européens.

Dans le cadre de la «patent box» introduite par RIE 3, les logiciels

«Les logiciels représentent donc le moyen le plus démocratique pour encourager les activités de recherche et développement»

représentent donc le moyen le plus démocratique pour encourager les activités de recherche et développement (ci-après «R&D»). Nos voisins et compétiteurs ne s'y sont pas trompés, puisque la majorité des onze pays européens qui ont une «patent box» reconnaissent déjà les logiciels protégés par le droit d'auteur comme des droits comparables aux brevets. Le Conseil fédéral aurait-il peur d'ouvrir la boîte de Pandore? Quoi qu'il en soit, la concurrence fiscale internationale signifie que la Suisse ne peut pas se permettre de demi-mesures si elle a l'intention d'attirer et de maintenir les activités de R&D à forte valeur ajoutée sur son territoire.

Il y a aussi une apparente incohérence entre les efforts consentis par la Confédération pour ac-

croître le niveau de formation de la population et ceux visant à créer des conditions-cadres favorables à l'emploi en Suisse de cette main-d'œuvre qualifiée. En effet, nos hautes écoles forment plus de 9000 étudiants dans le domaine des technologies de l'information (informatique, télécoms et ingénierie IT, ci-après appelés conjointement «IT»), à grands frais pour la Confédération qui verse plus d'un demi-milliard de francs chaque année pour cette seule catégorie d'étudiants. Pendant ce temps, les entreprises de plus en plus sous-traitent ou relocalisent leurs activités de R&D et leurs effectifs IT dans les pays européens au coût du travail moins onéreux: -50% en Allemagne et -80% en Europe de l'Est. Onze pays européens offrent encore une «patent box» permettant à ces mêmes entreprises de réduire leur charge fiscale.

Logiciels protégés par le droit d'auteur

Notre protection sociale augmente le coût de la main-d'œuvre, car ses recettes proviennent à raison de 65% des cotisations payées par les employeurs, les employés et les indépendants. La prévoyance vieillesse constitue le poste le plus important des cotisations sociales (avec 8,4% du salaire pour l'AVS et

jusqu'à 18% du salaire pour le 2e pilier), avant les primes d'assurance maladie payées par les employés, qui représentent plus d'un dixième des recettes. La part du PIB consacrée aux dépenses sociales est passée d'environ 17% en 1990 à 25% aujourd'hui. En comparaison internationale, la Suisse se trouve désormais dans le peloton de tête des dépenses sociales (en unités de pouvoir d'achat par habitant), devancée seulement par quatre pays européens: le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas et le Danemark.

Johann Schneider-Ammann, conseiller fédéral chargé de l'économie et actuel président de la Confédération, dit vouloir assurer «notre compétitivité sur le plan international, notre prospérité économique, ainsi que nos places de travail». Pour atteindre cet objectif, le Conseil fédéral doit exploiter toutes les possibilités offertes par les normes de l'OCDE – en particulier les logiciels protégés par droit d'auteur – dans la «patent box», comme baisser les charges sociales qui pèsent sur le coût du travail en appliquant un taux unique pour la prévoyance professionnelle (inférieur aux cotisations actuelles, qui atteignent jusqu'à 18% du salaire) et en maîtrisant les coûts de l'assurance maladie obligatoire. ■



GUILHEM TARDY JURISTE FISCALISTE, GTARDY@NEOKAI.COM

L'investisseur découvre le charme du crédit garanti par des actifs réels

Depuis un certain temps en Europe, les PME implantées en zones rurales, et plus particulièrement les exploitations agricoles et autres entreprises desservant le secteur agricole, rencontrent des difficultés financières. Outre la chute du prix des denrées et l'augmentation du coût de l'électricité, elles peinent à accéder au financement face au retrait généralisé des banques commerciales. En effet, celles-ci ne cessent de délaisser de nombreux pays et secteurs d'activité. Rien qu'au Royaume-Uni, le réseau de banques s'est contracté de près de 40% depuis 2008 et les découverts bancaires autorisés se sont réduits à environ 5 millions de livres sterling par jour. Dès lors, le financement indispensable pour assurer la modernisation des infrastructures et l'accès aux sources d'énergies bon marché, ainsi que pour faire face aux exigences croissantes en matière de recyclage, devient difficile à obtenir pour beaucoup.

Comment combler ce déficit de financement?

Si les fonds de capital-risque jouent un rôle important dans l'apport de capitaux aux entreprises, et notamment aux start-up, la demande sur ce marché spécifique se concentre principalement sur des prêts commerciaux garantis par des actifs, souvent sous la forme de terrain agricole. Les acteurs du private equity (PE) ne souhaitent pas détenir des actifs liés à des exploitations agricoles individuelles ou des entreprises de la chaîne de production agroalimentaire. Bien qu'ils investissent volontiers dans des sociétés dans le domaine de l'énergie, ces fonds montrent peu d'intérêt pour le financement de petits projets liés aux énergies solaires, éoliennes, ou aux biogaz, par exemple. Le financement garanti par des actifs s'est développé afin de répondre aux besoins de

petites entreprises dont le flux de trésorerie et bilans comptables sont trop petits pour la plupart des acteurs du PE et trop grands ou complexes pour la majorité des groupes de financement participatifs. Des fonds spécialisés dans de tels prêts gagés par des actifs ont pris la place des banques défaillantes et financent des sociétés de production et de transformation agroalimentaire moins vulnérables aux récessions économiques tout en étant capables de générer un flux de revenus constant.

Une bonne liquidité

Il existe cependant un problème de liquidité. Les investisseurs qui gèrent des placements non classiques restent sensibles au risque de liquidité dans leurs portefeuilles. Au contraire des fonds de capital-risque, les fonds qui investissent dans un portefeuille de prêts gagés par des actifs ont l'avantage de présenter un profil de liquidité à plus court terme, offrant la possibilité de revendre de parts qui se compte en mois. Ces fonds permettent par ailleurs de garantir une liqui-

dité supérieure au private equity et présentent une faible corrélation par rapport aux investissements dans des classes d'actifs traditionnels.

Ceci explique en partie pourquoi les fonds basés sur des prêts sécurisés par des actifs se sont fortement développés dans le monde entier. Au Royaume-Uni, par exemple, le montant alloué à ces prêts représente près de 7 milliards de francs (4,2 milliards de livres), pour une croissance annuelle de plus de 9%, ce qui contraste fortement avec l'industrie du PE, plus importante certes mais mature.

Outre le besoin de liquidité, les investisseurs recherchent des investissements non corrélés aux marchés boursiers, et qui puissent être à la

fois transparents et faciles à maîtriser tout en surpassant les rendements obligataires de référence. Le prêt sur base d'actifs répond à tous ces critères.

Comparativement au PE toujours, ce dernier est une classe d'actifs dont la réputation est établie, mais il peut se révéler cyclique, comme nous l'avons observé au cours des quinze dernières années. Les gérants de tels fonds chercheront toujours à céder les entreprises de leurs portefeuilles à leur plus forte valorisation, au meilleur moment et ce dès leur cinquième année d'existence. En effet, ces fonds sont à capital fixe et créés pour une durée limitée.

En revanche, la structure des fonds de prêts garantis par des actifs est plus flexible, avec un capital variable, une durée de vie potentiellement illimitée, et un portefeuille plus diversifié. On peut même envisager un fonds qui investisse indirectement dans de tels prêts au travers d'investissements dans des sociétés de financement qui, elles, prêteraient aux clients finaux.

Les compétences de ces sociétés de financement sont centrales dans cette stratégie puisqu'il faut gérer le risque lié aux divers prêts accordés aux PME. Ainsi, on recherchera l'expérience en financement commercial ou bancaire et une compréhension du secteur dans lequel les emprunteurs évoluent.

Il convient également de noter que si les fonds de PE détiennent du capital, les prêteurs sur base d'actifs sont, eux, assimilés à des créanciers et peuvent réaliser des actifs tangibles en cas de faillite de l'entreprise.

Nous soutenons que le financement, s'il ne l'est pas encore, doit être considéré comme une classe d'actif à part entière. ■

CRAIG REEVES
PRESTIGE CAPITAL MANAGEMENT