

## Sous-traitants responsables

Le 15 juillet 2013 marque l'entrée en vigueur de la responsabilité des sous-traitants. La branche de la construction métallique s'en réjouit. La modification de la loi est considérée comme un moyen efficace de lutter contre les accidents du travail, les dommages pour la santé et les conditions de travail indignes. «L'instauration de la responsabilité solidaire comble une lacune essentielle», affirme Christoph Andenmatten, directeur désigné de l'Union Suisse du Métal (USM).

L'Union Suisse du Métal s'était fortement impliquée en faveur de la nouvelle loi au préalable des décisions au Parlement et au Conseil des Etats. La responsabilité des entrepreneurs pouvant désormais être engagée pour les infractions de leurs sous-traitants, le non-respect des conditions de salaire et de travail devrait rapidement reculer.

Depuis longtemps, les constructeurs métalliques voyaient d'un mauvais œil la multiplication du dumping salarial, notamment en Suisse: le rapport de la commission paritaire nationale pour les métiers du métal (CPNM) présente des chiffres précis en la matière, selon lesquels il ressort que 30% des entreprises de construction métallique et de charpentes métalliques enfreindraient les conditions de salaire et de travail. Mais seuls quelques cas ont été sanctionnés. Jusqu'à présent, une entreprise pouvait se défausser de ses responsabilités; désormais, elle doit répondre de tous ses sous-traitants. — (Union Suisse du Métal)

# Vers une évolution des méthodes

*Le wealth management s'assimile de plus en plus à un restaurant où tous les clients ont été mis au régime. Mais tous les régimes sont différents.*

L. FRANCESCHETTI\*  
JACQUES PH. ROULET\*\*

Le 5 juillet 2013 était le délai accordé aux banques pour remettre les rapports à l'AFC pour les clients britanniques déclarés. Au-delà des difficultés à produire ces rapports qui exigent des calculs complexes (plusieurs établissements de gestion de fortune, et non des moindres, auront du retard), la facture risque d'être exagérément salée pour certains contribuables britanniques. Les coups de téléphone pourraient pleuvoir. Dans bien des cas, l'explication est simple: les plus-values d'un produit fiscalement inadéquat (c'est-à-dire nombre de fonds et de produits structurés) peuvent être ponctionnées à des taux effectifs confiscatoires. En effet, non seulement le taux d'imposition augmente, mais les pertes ne sont plus déductibles.

Ce couac est le révélateur d'une évolution radicale dans la gestion de fortune, dont les conséquences n'ont pas encore été mesurées. L'année dernière encore, il s'agissait «seulement» de délivrer une rentabilité satisfaisante, tout en tenant compte des profils de risque du client et de ses préférences. En 2013, la ponction fiscale se chiffre en milliers de points de base sur les plus-values ainsi que les intérêts et dividendes. C'est peu dire que l'attention s'est déplacée sur la rentabilité nette après impôts.

Pour compenser cet effet, il faut

certes chercher à augmenter la performance brute. Mais la priorité est surtout de revoir l'adéquation fiscale des produits en portefeuille. Si un intermédiaire financier s'est «trompé» en investissant dans un produit inadéquat au nom du client, il pourrait devoir en répondre sur le plan civil. Le régulateur s'en mêle aussi:



CE COUAC EST LE RÉVÉLATEUR D'UNE ÉVOLUTION RADICALE DANS LA GESTION DE FORTUNE. DONT LES CONSÉQUENCES N'ONT PAS ENCORE ÉTÉ MESURÉES.



la garantie de l'activité irréprochable se mesurera aussi en fonction des compétences fiscales en matière d'allocation d'actifs.

De plus, les Etats européens se sont lancés, depuis le début de l'année, dans une course effrénée aux mesures fiscales, et ce dans la plus grande anarchie. Nous assistons à un train impressionnant de nouvelles règles et obligations en provenance de France, Italie, Espagne, etc., qu'il faut appliquer sous peine de sanctions pour les clients et/ou la banque. Certes, la capacité des établissements bancaires à produire du reporting fiscal est en soi un enjeu industriel (*L'Agefi* du 29 mai 2013, *La nécessaire reinvention de la banque privée*).

Mais un train peut en cacher un autre, qui concerne tous les intermédiaires financiers de la place: il faut assurer l'adéquation fiscale

des produits à chaque client. Pour cela, il faut a) disposer des fameux rapports fiscaux pour b) s'assurer que les investissements répondent bien à toutes les contraintes. Et c) reconstruire des portefeuilles efficaces qui répondent simultanément aux contraintes fiscales et opérationnelles.

On va donc vers des «ventes for-

tête». Il faut donc des outils d'aide à la décision, qui intègrent les composantes fiscale et opérationnelle aux modèles d'allocation actuels. Dans le modèle traditionnel (multi-facteurs), le risque de chaque instrument était calculé sur la base de son exposition à un certain nombre de facteurs de risques financiers. Aujourd'hui, tout cela

ble de reconstruire des portefeuilles performants.

En définitive, plutôt que de résister à la révolution de la fiscalisation des clients, la gestion de fortune suisse doit l'embrasser. Elle dispose même d'une chance unique, qui est l'immense variété des produits financiers que les banques suisses peuvent prendre en dépôt. En effet, les autres places ont choisi de se concentrer sur la clientèle nationale et une gamme limitée de produits, justement à cause de la fiscalité. Mais la condition sine qua non pour continuer à fournir en Suisse ce service multi-national, multi-produits et multi-devises, c'est que la gestion de fortune maîtrise la complexité des impacts fiscaux sur la performance. C'est assurément un défi sans précédent pour toute la place financière: mais y répondre, ce serait maintenir ses acquis pendant les prochaines décennies.

\* Consultant en organisation bancaire (SettleNext)

\*\* Partner chez IPA Independent Portfolio Analytics

subsiste, mais on ajoute deux nouvelles types de contraintes à respecter: fiscales et opérationnelles. Il faut donc reconstruire des portefeuilles proches de ceux de départ, mais dont les instruments respectent les nouvelles contraintes. L'optimisation assistée devrait permettre de se rapprocher au plus près des instruments liquidés, au moyen d'une combinaison d'autres instruments. La généralisation de la méthode «scientifique» est le seul moyen raisonnable

des gestionnaires de portefeuilles devront se résoudre à trancher dans le vif, en liquidant les actifs qui ne sont pas fiscalement adéquats. Le résultat sera alors un portefeuille conforme... mais avec une performance probablement proche de zéro.

Le vrai défi sera de revenir à un profil performance/risques analogue portefeuille de départ. Il faudra si possible choisir parmi les instruments financiers parmi recommandés par le département de Recherche... à condition qu'ils soient fiscalement efficaces, et que la banque sache les traiter opérationnellement. C'est tout un programme! Le constat en Suisse est le même qui a été fait au Luxembourg il y a quelques années: avec l'explosion de la complexité, il est devenu irréaliste de demander aux analystes et/ou aux gérants de faire cela «de

## La Croatie et les enjeux de la libre-circulation

*Les importations en provenance du dernier membre en date de l'UE ont doublé ces dix dernières années.*

PATRICK MOCK\*

Le 1<sup>er</sup> juillet 2013, la Croatie est officiellement devenue le 28<sup>e</sup> Etat membre de l'Union Européenne (UE). Ce pays, de quelques 4,4 millions d'habitants, figure au 63<sup>e</sup> rang des fournisseurs et au 71<sup>e</sup> rang des clients de la Suisse, ce qui ne fait pas de lui l'un de ses principaux partenaires économiques. Néanmoins, les importations en provenance du dernier-né européen ont doublé ces dix dernières années ce qui peut augurer de belles perspectives pour l'avenir. Ce nouvel arrivant dans l'UE remet cependant en question, pour la Suisse, la pérennité de l'accord sur la libre circulation des personnes (ALCP), ce qui peut se révéler lourd de conséquences.

En effet, la Suisse va devoir négocier l'extension de l'ALCP à la Croatie avec l'UE, notamment pour régler la question des dispositions transitoires afin d'introduire progressivement et de manière contrôlée la pleine et libre circulation des ressortissants croates.

On peut d'ores et déjà envisager qu'une demande de référendum contre cet accord aboutisse, ce qui amènera le peuple à se prononcer une nouvelle fois sur cette question aux enjeux cruciaux. Rappelons qu'une clause dite guilotine lie les sept accords de 1999 (accords bilatéraux I) et qu'une non extension de la libre circulation des personnes à la Croatie mettrait en péril les six autres qui concernent les marchés publics, les transports aériens et terriens,

l'échange de certains produits agricoles, les obstacles techniques au commerce, ainsi que la recherche. De plus, ce n'est pas l'UE qui décide ou non de l'application de cette clause; six mois après la notification officielle de la dénonciation de l'un de ces accords, elle s'applique automatiquement en abrogeant les six autres. Par ailleurs, un refus à l'extension de la libre circulation à la Croatie, ne remettrait pas seulement en question les accords bilatéraux I, mais également la participation de la Suisse à l'espace Schengen.

Ces accords ont permis à la Suisse de gérer de manière efficace les relations avec l'ensemble des Etats membres de l'UE. Offrant un cadre assurant stabilité et sécurité, ils se sont révélés bénéfiques pour les entreprises et la prospérité de l'ensemble de la place économique helvétique. Leur abrogation mettrait fin à un accès facilité à 500 millions de consommateurs et contraindrait la Suisse à tout renégocier avec Bruxelles. Au vu du contexte actuel, on peut raisonnablement douter qu'elle obtienne des conditions aussi favorables que celles en vigueur aujourd'hui. La crainte de faire face à une immigration massive de la Croatie, entraînant sous-enchère salariale et tourisme social, n'est pas à redouter. Rien de tel ne s'est produit de manière significative avec les derniers Etats arrivés dans l'UE, et l'on rappellera qu'un contrat de travail demeure le sésame pour bénéficier de la libre circulation. Dans le cadre d'un éventuel référendum, il faudra avoir en mémoire que les enjeux économiques en jeu sont infiniment plus importants que le risque d'un afflux massif de Croates en Helvétie.

\* Centre Patronal Paudex

# Guide du forward guidance

*Les dernières annonces faites par la BCE et la BoE ont été considérées comme des micro-révolutions dans la gestion des politiques monétaires.*

ANDREAS HÖFERT\*

Sans changer pour autant les taux d'intérêt ou les outils «non conventionnels» du type «assouplissement quantitatif», les dernières annonces faites par la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre (BoE) ont pourtant été considérées comme des micro-révolutions dans la gestion des politiques monétaires de la zone euro et du Royaume-Uni.

Explicitement ou non, les deux instituts d'émission ont introduit un nouvel outil: la «forward guidance», ce qui pourrait se traduire en français par «orientation prospective». La BoE l'a fait implicitement, en reconnaissant que le ministre des Finances, George Osborne, avait demandé à son comité de politique monétaire d'étudier cette action par le biais d'indicateurs économiques seuils et d'y réagir dans son rapport trimestriel sur l'inflation, en août. Le président de la BCE, Mario Draghi, a été encore plus explicite dans son communiqué: «(...) notre politique monétaire restera accommodante aussi longtemps que nécessaire. Le conseil des gouver-

neurs s'attend à ce que les principaux taux de la BCE [y compris le taux sur les dépôts interbancaires, a-t-il souligné] restent inchangés, voire diminuent, pendant encore quelque temps.» Il a ensuite rabroué un journaliste qui demandait ce qui avait vraiment changé: «Si vous me posez cette question, c'est que vous n'avez pas écouté ce que je viens de dire.» Alors, qu'est-ce que «l'orientation prospective», et qu'a-t-elle changé au juste? Tout d'abord, il faut distinguer entre deux types d'annonces: celles qui se rapportent à une période temporelle, et celles qui dépendent d'indicateurs économiques et des seuils déclenchant une action de la part des Banques centrales.

L'expérience de la Réserve fédérale avec cet outil illustre cette différence. La première orientation prospective de la Fed fut donnée dans sa déclaration de politique de mars 2009: «Les taux des Fed fonds vont rester entre 0 et 0,25% jusqu'à la mi-2013 au moins.» Cette annonce temporelle a été étendue une première fois en janvier 2012 («jusqu'à fin 2014 au plus tôt»), puis une seconde fois en septembre 2012 («jusqu'à la mi-2015 au plus tôt»).

En décembre 2012, la Fed a décidé de passer d'une dimension temporelle à des seuils déclencheurs conjoncturels, expliquant que «les niveaux exceptionnellement bas des taux des Fed fonds le resteront ainsi aussi longtemps

que le taux de chômage demeurera au-dessus de 6,5%, que l'inflation projetée à 1-2 ans ne dépassera pas de plus d'un demi-point notre objectif à long terme (2%) et que les anticipations d'inflation à plus long terme resteront bien ancrées.»

Mario Draghi vient de choisir l'orientation prospective temporelle alors que, sous l'impulsion de George Osborne, la Banque d'Angleterre semble privilégier l'orientation prospective basée sur des seuils d'indicateurs économiques.

Une deuxième distinction à faire réside dans l'interprétation que les marchés font de l'orientation prospective. Dans ce qui est probablement l'étude la plus approfondie à ce jour sur les annonces de la Fed depuis le début de la crise financière, l'économiste Jeffrey Campbell et trois collègues de la Réserve Fédérale de Chicago parlent d'orientations prospectives «odysseennes» et «delphiques».

Lorsqu'une Banque centrale pratique l'orientation delphique, elle ne fait rien d'autre que communiquer au marché sa propre interprétation de l'économie qui peut différer de celle du marché. Elle indique aussi comment elle entend y réagir en restant dans ses règles politiques.

L'orientation odysseenne est plus subtile. Ici la Banque centrale communique que, bien qu'ayant la même interprétation que le

marché sur la situation économique, elle envisage d'enfreindre ses propres règles politiques pour influencer la conjoncture.

L'orientation prospective peut donc être vue comme un jeu entre la Banque centrale et le marché, qui s'échangent des informations sur l'état de l'économie. La Banque centrale joue le premier coup et le marché réagit. Comme dans tout jeu, on peut tricher ou — pour utiliser le terme technique politiquement correct — on peut avoir de l'incohérence temporelle, c'est-à-dire que la Banque centrale ne se tient pas à sa propre orientation prospective.

C'est d'ailleurs l'avis de l'ancien président de la BCE, Jean-Claude Trichet, interrogé à propos de la nouvelle politique de son ancien établissement: «[L'orientation prospective] est toujours conditionnelle: il est évident que la banque n'hésitera pas une seconde à modifier ses taux si elle l'estime nécessaire.»

Or, si c'est le cas, le journaliste rabroué par Mario Draghi avait raison: dans le fond, rien n'a changé, et «l'orientation prospective» (la «forward guidance») n'est rien d'autre qu'une nouvelle expression de la même vieille politique. Les Banques centrales continueront de surprendre les marchés et les analystes d'essayer de les devancer.

\* Chef économiste, UBS Wealth Management