

DEVISES ÉMERGENTES

Entre attrait et menace inflationniste

Les monnaies concernées se situent au-dessous des sommets d'avant-crise. Contrairement à l'opinion répandue. Alors pourquoi tant de propos sur leur prétendues surévaluation?



MICHAEL BOLLIGER
Analyste spécialiste des marchés émergents
UBS Wealth Management Research

Au cours de ces derniers mois, on a vu plusieurs pays intervenir sur les marchés des changes ou tenter de contrôler le marché des capitaux. Parmi eux, des économies émergentes telles que le Brésil, la Chine, l'Inde, l'Indonésie, Israël, la Corée du Sud, la Malaisie, les Philippines, Singapour, l'Afrique du Sud, Taiwan et la Thaïlande. Mais aussi la Suisse: la Banque nationale suisse est intervenue sur les marchés des changes de manière vigoureuse afin de freiner l'appréciation du franc suisse.

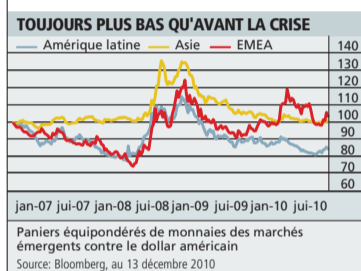
Face au large écho médiatique de ces mesures pour restreindre les flux de capitaux, on pourrait penser que les cours des monnaies des marchés émergents sont largement supérieurs à leurs records historiques. Ce n'est en fait absolument pas le cas. A mi décembre, les cours des monnaies étaient inférieurs aux plus hauts enregistrés par rapport au dollar américain en janvier 2007 (voir paniers de monnaies du graphique ci-contre). Les deux monnaies les plus échangées, à savoir le rand sud-africain (ZAR) et le réal brésilien (BRL), ont baissé de 8 à 10% face au dollar par rapport aux

records d'avant la crise. Le peso mexicain (MXN) et la lire turque (TRY) sont aujourd'hui environ 25% en dessous de leurs cours les plus élevés. Le décalage par rapport au dollar atteint près de 35% pour le rouble russe (RUB) et 43% pour le zloty polonais (PLN).

Le graphique ci-contre présente les performances consolidées au plan régional sur cette période. Toutes régions confondues, les monnaies des marchés émergents sont actuellement en dessous des records d'avant-crise. Pourquoi dès lors ces récriminations contre la «force des monnaies»? Tout d'abord, il faut noter que l'inflation est plus élevée dans les pays émergents qu'aux États-Unis. Les prix locaux ont donc fortement augmenté depuis janvier 2007, pesant sur la compétitivité de ces pays. D'autre part, leurs exportateurs et leurs syndicats, qui constituent des lobbies puissants, n'ont pas encore nécessairement pris l'habitude d'un monde dans lequel leurs monnaies ne se déprécient pas de manière continue par rapport au dollar.

On peut anticiper de nouvelles menaces verbales et des interventions sur les marchés au cours des mois et des trimestres à venir, particulièrement en cas de redressement généralisé des marchés. Malgré ces risques d'intervention, les monnaies des marchés émergents constitueront toujours une catégorie d'actifs attractive. Cela étant, la poursuite des interventions limitera le potentiel d'appréciation de ces monnaies. On préférera donc les investissements qui bénéficient des durcissements monétaires sur les marchés émergents. On doit également noter que les capacités de production excédentaires des pays émergents sont désormais utilisées. Prévoyant de nouvelles hausses des taux directeurs, on préférera les instruments du marché monétaire aux obligations à plus longue échéance. Enfin, on peut conseiller aux investisseurs de diversifier leurs placements monétaires, en évitant de limiter leur exposition

ON REDOUTE QUE LES TAUX D'INTÉRÊT DANS LES GRANDS PAYS DÉVELOPPÉS AUGMENTENT PLUS RAPIDEMENT QUE PRÉVU.



à quelques monnaies seulement. Quels sont les risques? Symptomatiquement, ce n'est pas tant un hypothétique effondrement de la croissance sur les marchés émergents. On redoute surtout que les taux d'intérêt dans les grands pays développés, principalement aux États-Unis, n'augmentent plus rapidement que prévu. Il paraît certes peu probable que la Réserve fédérale ne durcisse sa politique monétaire en 2011. Mais les taux pourraient légèrement augmenter si les statistiques macro-économiques américaines traduisent un dynamisme imprévu. Une augmentation des rendements et une accélération du calendrier présagé pour une première hausse des taux américains pourraient se traduire par un renversement des flux de capitaux. Une telle évolution ne ruinerait pas les opportunités sur les monnaies émergentes, mais il faudrait alors vraisemblablement dégager ses actifs de ces pays.

Tout porte à croire que les marchés financiers mondiaux tireraient ensuite rapidement parti de cette opportunité et les capitaux reprendraient le chemin des économies émergentes. Une autre inquiétude concerne le risque de voir certaines banques centrales des marchés émergents faire l'impasse sur leurs politiques de maîtrise de l'inflation. Comme déjà signalé, les exportateurs et les syndicats des pays émergents sont favorables à une dépréciation de leurs monnaies. A cet égard, certaines banques centrales n'ont, à notre avis, pas ajusté de manière suffisamment rigoureuse les taux qui déterminent leurs politiques monétaires. Ceci pourrait se traduire par une forte reprise de l'inflation d'ici quelques mois, et donc, en fin de compte, par une dépréciation des monnaies concernées. Enfin, et bien que cela soit peu vraisemblable, on pourrait constater une intensification de la guerre des monnaies, avec une accentuation des tensions dans les domaines des flux de capitaux et des flux commerciaux. ■



THIERRY AMY
Associé, BCCC Avocats Sàrl.

EN DROIT

La portée de la LPCC est-elle vraiment clarifiée?

Le Tribunal fédéral s'est récemment penché sur la question du champ d'application matériel de la Loi sur les placements collectifs de capitaux (LPCC).

En adoptant la Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux du 23 juin 2006 (LPCC) entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2007, le législateur voulait appliquer à tous les intervenants actifs dans le domaine de la gestion collective de capitaux, et ceci quelles que soient leur forme juridique, les mêmes règles, afin d'éviter les distorsions concurrentielles et rendre la place financière suisse plus compétitive dans ce domaine. Ce faisant, il a cru bon d'adopter dans la LPCC une définition très générale des placements collectifs, susceptible de recouvrir un large spectre d'entités (juridiques ou non) et d'activités économiques. Le champ d'application extrêmement large de la LPCC a rapidement amené le législateur à prévoir une longue liste d'exceptions à son assujettissement. Tel est le cas en particulier des sociétés exerçant une activité commerciale ou industrielle (art. 2 al. 2 lit. d LPCC). Etant donné que cette liste d'exceptions n'est volontairement pas exhaustive, des questions difficiles de délimitation se posent constamment, y compris pour des activités qui, jusqu'ici, échappaient totalement à toute réglementation et à toute surveillance.

Fait fort intéressant, le Tribunal fédéral (TF) a récemment dû se pencher sur la question du champ d'application matériel de la LPCC. En effet, par jugement du 5 novembre 2010 (ATF 2C_5/2009), malheureusement non publié sur le site internet du Tribunal fédéral et dont nous ignorons s'il sera considéré comme suffisamment représentatif pour être publié au recueil officiel, le TF a confirmé une décision très controversée de la FINMA adoptant une interpréta-

tion extensive du champ d'application de la LPCC, et par voie de conséquences de la notion de placement collectif de capitaux. Il s'agissait en l'espèce du cas d'une société active dans le domaine financier, qui offrait la possibilité à des investisseurs d'investir dans un hôtel situé dans une station de sport d'hiver suisse. Selon les statuts de cette société, la direction n'était pas habilitée à vendre l'hôtel, ni à prendre les décisions d'investissements importantes, qui étaient réservées aux investisseurs. L'organisation juridique adoptée par cette société devait logiquement lui permettre d'échapper au champ d'application de la LPCC; la notion de placement collectif consacré dans la LPCC suppose en effet que les investisseurs n'ont aucun pouvoir de décision en matière d'investissement. Cependant, la FINMA en a jugé autrement démontrant ainsi son intention d'étendre au maximum son champ d'action. L'approche stricte que semble vouloir adopter la FINMA est susceptible d'inquiéter non seulement les conseillers juridiques sollicités en vue de donner des conseils à leurs clients sur le développement de leurs activités commerciales, mais également les acteurs mêmes du marché, qui ne disposent de plus aucune prévisibilité. Par ailleurs, assujettir de nombreuses activités aujourd'hui exercées sans restriction à des exigences extrêmement draconiennes est à terme susceptible de rendre tout simplement leur poursuite impossible à des conditions concurrentielles. Dans le sens contraire, laisser faire ces activités librement, alors qu'elles sont en mesure de mettre en danger les intérêts des investisseurs, et à

terme la réputation de notre place financière, n'est pas non plus acceptable.

Dans ce contexte, bien que nous ne connaissions pas à ce jour les considérants exacts du jugement du TF précité, celui-ci heurte d'emblée notre sensibilité en nous faisant entrevoir le spectre de la sur-réglementation. Il pose dans tous les cas de nombreuses et importantes questions quant à la capacité de nos autorités de mettre en œuvre pratiquement cette réglementation: il en va à la fois de l'attractivité de notre place financière et de la prévisibilité juridique des activités déployées dans un secteur aussi important et sensible de notre économie nationale. Enfin, ce jugement du TF semble venir bien mal à propos alors que la FINMA avait indiqué, peu après l'entrée en vigueur de la LPCC, ne pas vouloir intervenir en la matière de manière proactive et user des moyens légaux à sa disposition qu'en cas d'abus manifestes, notamment en cas de plaintes d'investisseurs ou d'autres clients lésés. Tel n'est toutefois pas le cas dans la décision du TF susmentionnée. Le problème d'assujettissement évoqué plus haut reste donc entier faute de critères de délimitation clairs. Faudra-t-il dès lors que le législateur intervienne pour limiter la portée matérielle de la LPCC? Ceci serait regrettable, car, faut-il le rappeler, la LPCC n'a pas pour vocation de soumettre toute activité commerciale et économique innovante et imaginative à une réglementation pénalisante, mais bien de sauvegarder les intérêts d'une catégorie d'acteurs du marché considérés comme étant faible, et donc à risque. ■