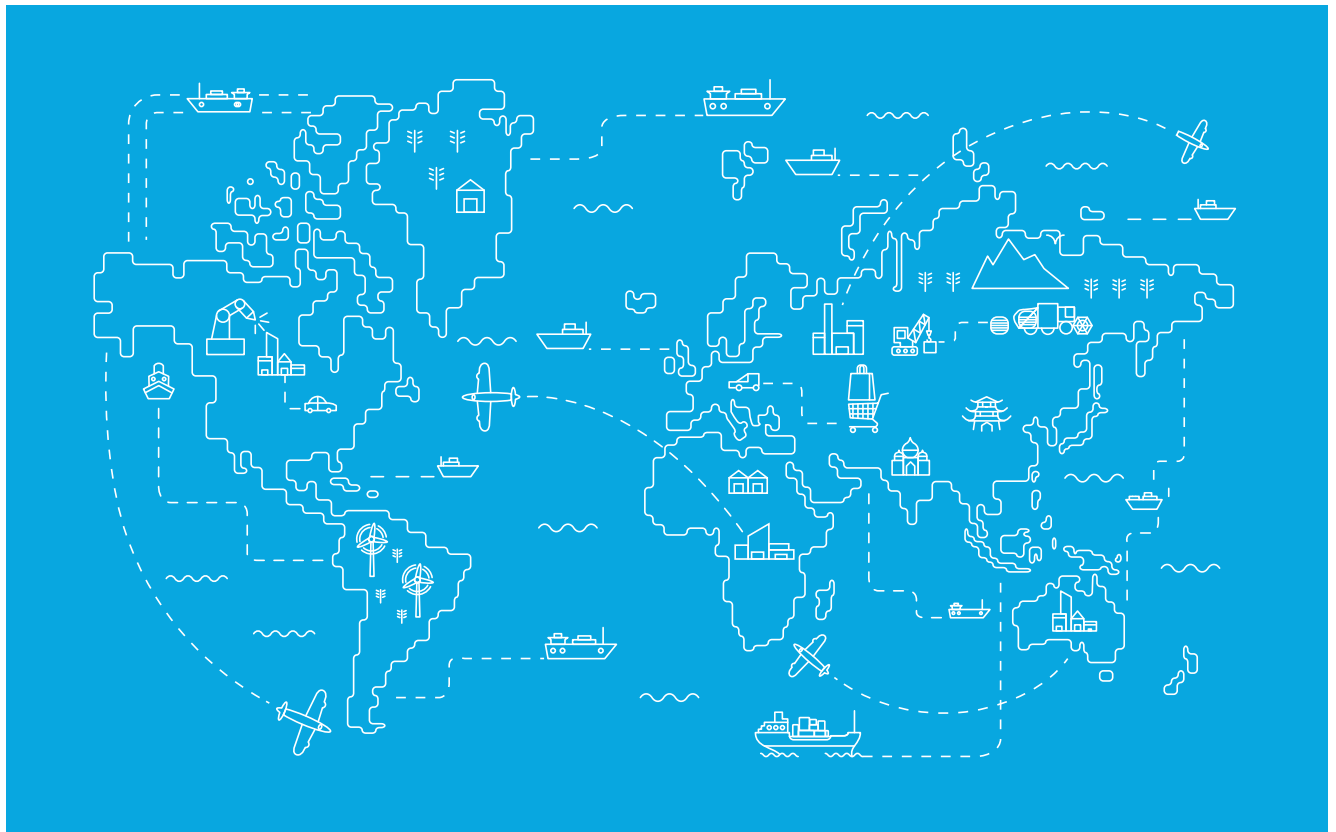


L'ÉCONOMIE RÉELLE

VOLUME 17

ÉDITION INTERNATIONALE





LEADERS D'OPINION

Nos leaders d'opinion sont des professionnels possédant des années d'expérience dans leurs domaines respectifs ; leur mission est de vous aider à réussir, vous et votre entreprise. Les leaders d'opinion ayant contribué au contenu de cette édition sont :

Joe Brusuelas, Économiste en chef, RSM US LLP

Brendan Quirk, Leader régional RSM, Amérique Latine

Dr. Suresh Surana, Fondateur, RSM Inde



TABLE DES MATIÈRES

Les quatre risques mondiaux auxquels fait face le marché intermédiaire _____ **4**

Les changements apportés aux **règles des investissements directs étrangers en Inde** représentent une véritable opportunité pour le marché intermédiaire _____ **7**

Moins que zéro : les risques des politiques de taux d'intérêt négatif _____ **10**

Argentine : des réformes fondamentales conduisent le pays vers une plus grande stabilité économique _____ **12**

Une étude révèle que les entreprises du marché intermédiaire considèrent que le **projet BEPS représente un défi majeur** _____ **14**

LES QUATRE RISQUES MONDIAUX AUXQUELS FAIT FACE LE MARCHÉ INTERMÉDIAIRE

par Joe Brusuelas, Économiste en chef, RSM US LLP

Au cours des premiers mois de 2016, l'appétit pour le risque sur les marchés d'actifs mondiaux et la conjoncture financière internationale ont pris une tournure résolument négative, et les investisseurs ont commencé à intégrer dans les prix le fort ralentissement de la croissance mondiale. La détérioration des fondamentaux économiques laisse penser qu'un ralentissement mondial encore plus prononcé se profile peut-être à l'horizon. Encore plus déconcertants peut-être sont la réapparition des difficultés pour les grandes banques intervenant dans le monde entier, ainsi que l'accroissement des risques liés aux politiques économiques des pays développés.

APERÇU DES MARCHÉS INTERMÉDIAIRES :

Les entreprises du marché intermédiaire, dont le nombre est en augmentation, qui ont une activité internationale et qui sont affectées par les variations régionales de la demande, doivent s'attendre à voir se restreindre leur capacité à fixer les prix, obérant potentiellement la croissance du chiffre d'affaires et des bénéfices.

Dans le rapport prévisionnel RSM pour l'année à venir (http://rsmus.com/pdf_download/tre_december_2015.pdf), nous soulignons le risque accru de voir la croissance mondiale s'infléchir bien en-dessous des 3 %, en raison des effets dominos survenant dans les économies des pays émergents et dans les pays producteurs de pétrole du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord (MENA). Ce risque est directement lié au tassement de la demande en Chine et à l'effondrement des marchés mondiaux du pétrole et des matières premières. L'économie mondiale est désormais aux prises avec un ralentissement de la croissance, et il existe un risque grandissant d'assister à une nouvelle série de crises de la dette et de crises financières et bancaires, dont l'épicentre pourrait se trouver en Europe ou en Chine.

Il est probable que la croissance mondiale à la fin de l'année 2015 est redescendue à 2 %, sur une base annuelle, ce qui correspond bien à une récession. On considère généralement dans les pays développés qu'une croissance inférieure à 3 % constitue une

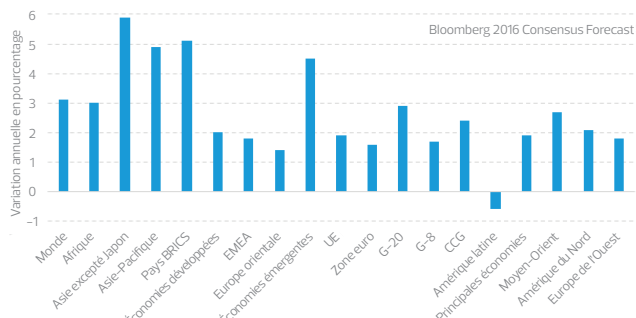
récession. En appliquant ce critère des 3 %, des pans entiers de l'Afrique, de l'Amérique Latine, du Moyen-Orient et de l'Europe de l'Est se retrouvent en récession. En outre, l'Asie (hors Japon) et l'intégralité de la région Asie-Pacifique n'échapperont à cette situation que si la croissance de la Chine repart résolument à la hausse.

Les prévisions de croissance mondiale émanant de l'ensemble des acteurs privés et celles du Fonds Monétaire International (FMI), respectivement de 3,1 % et de 3,4 %, soulignent l'impact sur la croissance du ralentissement des marchés d'actifs, du resserrement des conditions financières, de l'accumulation excessive de dettes sur de nombreux marchés émergents et des difficultés importantes à court-terme rencontrées par la Chine suite au démarrage de son cycle de deleveraging. Si le prix du pétrole continue d'avoisiner les 30 dollars par baril, ou descend même jusqu'à 20 dollars, les pays de l'OPEP et du MENA devront faire face à de sérieux risques économiques et politiques.

La Zone euro continue d'être mise en difficulté par sa période prolongée de deleveraging et par l'absence totale de politique budgétaire visant à dynamiser la croissance. Bien que la dépréciation récente de l'euro et le soutien monétaire considérable de la Banque centrale européenne aient eu des répercussions favorables sur l'économie, les bilans des banques en Allemagne, en Autriche et en Italie nourrissent des inquiétudes croissantes et ont renouvelé les craintes d'assister à une nouvelle crise financière. Avec l'approche du référendum britannique du 23 juin 2016, portant sur la poursuite de l'adhésion du pays à l'Union européenne, les conditions financières et politiques s'entremêlent d'une manière qui présage une situation peut-être plus risquée que la sortie potentielle de la Grèce de la Zone euro en 2010.

Bien qu'il soit probable que la croissance des États-Unis atteigne les 2,5 % voire les dépasse, la demande n'y est pas suffisamment forte pour sortir l'économie mondiale de la récession. De plus, compte tenu du débat politique aux États-Unis, le risque politique lié aux élections de 2016 ne fait que croître et pourrait perturber le commerce régional et mondial.

Les plus grands risques pour la croissance mondiale des prochains 12 à 18 mois proviennent des quatre facteurs suivants.



Source : RSM États-Unis Bloomberg

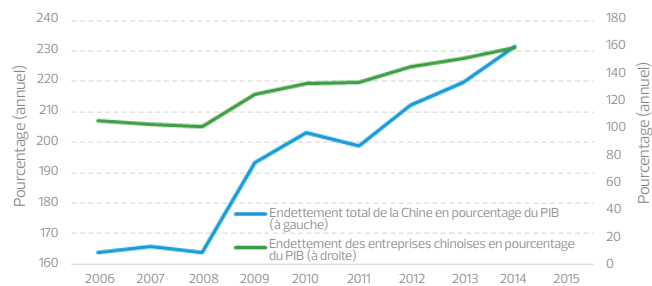
La Chine : le ralentissement économique chinois a été bien plus marqué que ce qu'indiquent les statistiques officielles. Comparée à l'année précédente, la demande en électricité a baissé en 2015, et permet de situer le taux de croissance autour des 3 %, bien loin de l'objectif de 7 % affiché par les décideurs politiques. Les sorties de capitaux ont avoisiné les 1 000 milliards USD en 2015, ce qui a conduit les autorités budgétaires et monétaires à puiser 1 000 milliards USD dans leurs réserves afin de soutenir les marchés boursiers et la monnaie nationale. Sachant que la dette totale chinoise s'élevait à 260 % du PIB fin 2014, et qu'elle a probablement dépassé les 300 % l'année dernière, il est légitime de s'interroger sur les mesures que les autorités budgétaires pourraient prendre pour soutenir la croissance, sans pour autant intensifier le cycle actuel d'endettement et de deleveraging. De plus, avec des taux d'endettement des entreprises et des ménages représentant respectivement 160 % et 36 % du PIB, d'aucuns se demandent avec une inquiétude justifiée d'où pourrait bien provenir le rebond de la croissance.

La Chine doit faire au « trilemme » auquel les économies de nombreux pays émergents ont été confrontées en parvenant à maturité. Les responsables économiques chinois doivent en effet choisir deux des trois options suivantes : maintenir un taux de change fixe, autoriser la libre circulation des capitaux ou adopter une politique monétaire indépendante.

Nous anticipons que, devant choisir entre stabiliser la croissance et stabiliser la valeur du yuan, la Banque populaire de Chine (PBOC) optera pour la première solution, en baissant les taux d'intérêts et la valeur de sa monnaie. Il est à craindre que cette politique entraîne une augmentation des sorties de capitaux et vienne affaiblir un peu plus les réserves de devises, dont le montant atteint selon les autorités 3 100 milliards USD.

Si la situation échappe au contrôle des autorités budgétaires et si le yuan se dévalorise plus rapidement que la baisse de 3,8 % résultant des contrats à terme non livrables, alors il existe

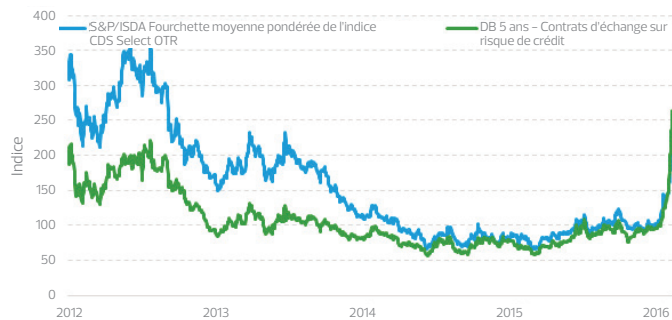
un risque de perturbation majeure de la compétitivité et du commerce mondial.



Source : RSM États-Unis Bloomberg

Le secteur bancaire européen et un « Brexit » : l'organisation d'un référendum le 23 juin pour décider si le Royaume-Uni doit quitter ou non l'Union européenne (UE) a déstabilisé les investisseurs mondiaux. Le Brexit comporte des risques économiques, et une sortie pourrait entraîner des représailles politiques et économiques de l'UE rendant coup pour coup, ainsi que la création de barrières tarifaires et non tarifaires limitant les exportations britanniques vers l'Union européenne. Cependant, le Royaume-Uni est un importateur net dans ses échanges avec l'UE, avec des importations bien supérieures à ses exportations. Les exportations vers l'Europe ayant représenté entre 38 et 49 % des exportations britanniques au cours des derniers 18 mois, il existe un risque potentiel pour le Royaume-Uni et l'économie mondiale, bien que les exportations vers l'UE aient baissé régulièrement ces 12 derniers mois, tandis que celles à destination des pays hors UE progressaient. (Source : (Statistiques du commerce extérieur du Royaume-Uni, décembre 2015, HMRC).

Marchés mondiaux du pétrole : l'incapacité du pétrole à atteindre un prix plancher continue de nourrir les inquiétudes quant à l'amplification de la récession mondiale, résultant de la combinaison d'une offre excédentaire et d'une demande en chute, particulièrement en Chine et sur les marchés émergents. À l'heure actuelle, les pays membres de l'OPEP semblent



Source : RSM États-Unis Bloomberg

incapables de s'entendre sur une réduction, voire sur un gel de la production. Bien au contraire, dans le seul but de maintenir leur part de marché, les pays producteurs continuent d'augmenter l'offre, même si le coût marginal d'un baril de pétrole dépasse son prix de vente sur le marché libre.

Dans notre prévision de croissance pour l'année 2016, nous signalions qu'il existait un risque que le prix du pétrole descende jusqu'à 20 USD le baril, soit à peine plus que 17,26 USD, son plus bas niveau en 1998 corrigé de l'inflation (11,91 USD sans tenir compte de l'inflation).

Avec une chute des cours du pétrole de près de 70 % depuis juin 2014, les pays comme le Venezuela, le Nigeria et la Russie sont entrés en phase de dépression, et il est possible qu'ils choisissent à court ou moyen terme de ne pas honorer leurs créances internationales. Le Nigeria, à l'instar de l'Angola et de l'Irak, est en pourparlers avec le FMI pour négocier une restructuration financière. Le Venezuela (où la croissance a perdu 10 % et l'inflation a bondi de 720 %) traverse le pire épisode d'hyperinflation depuis celui du Zimbabwe dans les années 1990. Enfin, la Russie (avec un seuil de rentabilité budgétaire du baril à 105 \$) est clairement incapable d'honorer ses engagements sociaux les plus élémentaires aux cours actuels du baril.

De plus, face aux ajustements budgétaires considérables effectués par le MENA et les pays producteurs de pétrole alors que la région traverse une période de tensions géopolitiques, les investisseurs et les chefs d'entreprise internationaux sont légitimement préoccupés par la possible détérioration des conditions et ses conséquences sur les marchés financiers internationaux et l'économie réelle au niveau mondial.

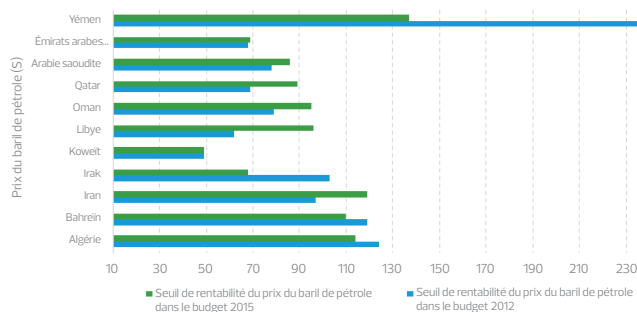
Banques centrales et politique budgétaire : parmi les principales banques centrales des pays développés, cinq ont adopté

des politiques de taux d'intérêts négatifs au cours des dernières années. Ce changement de politique peu orthodoxe comporte de nombreux risques, dont celui d'un retour aux politiques *protectionnistes* caractéristiques du pire moment de la Grande dépression mondiale des années 1930. Compte-tenu du ralentissement de l'activité économique mondiale, il est probable que le secteur financier, particulièrement sensible aux politiques publiques, fera les frais des dernières expériences des banques centrales.

Parallèlement, le périmètre des actifs achetés par les banques centrales pourrait considérablement s'élargir, suivant l'exemple de la Réserve fédérale américaine en 2008. Les achats d'actifs pourraient s'étendre à l'immobilier, aux actifs fortement rémunérés ou même, sous certaines conditions, aux valeurs mobilières.

Dans les économies développées, qui présentent des taux d'intérêts nominaux proches de zéro et des taux d'intérêts réels négatifs, une solution rationnelle serait de recourir à la politique budgétaire afin de soutenir la croissance dans les périodes de ralentissement économique. Avec une politique monétaire limitée par la borne du zéro, la politique budgétaire offrirait aux décideurs politiques un meilleur retour sur investissement.

En Europe, les préférences de l'Allemagne ont largement contribué au choix de l'austérité, choix suivi d'un épisode de déflation dont l'économie du continent ne s'est pas encore remise. Aux États-Unis, la polarisation politique et des différences idéologiques très marquées ont limité, jusque très récemment, le soutien budgétaire à l'économie. En Chine, ainsi que dans de nombreux pays émergents, les niveaux élevés d'endettement ont conduit les autorités budgétaires à considérer qu'une intervention budgétaire plus massive ne représentait pas une véritable option.



Source : RSM États-Unis FMI

LES CHANGEMENTS APPORTÉS AUX RÈGLES DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN INDE REPRÉSENTENT UNE VÉRITABLE OPPORTUNITÉ POUR LE MARCHÉ INTERMÉDIAIRE

par le Dr. Suresh Surana, Fondateur, RSM Inde

Alors que les perspectives économiques mondiales demeurent incertaines, l'Inde apparaît aujourd'hui comme la nouvelle étoile de la croissance mondiale. La croissance de l'économie indienne est estimée à 7,6 % pour l'exercice 2015-16, avec un produit intérieur brut de 8 000 milliards (sur la base de la parité de pouvoir d'achat, PPA), et est estimée entre 7 et 7,75 % pour 2016-17, ce qui en fait l'acteur économique majeur connaissant la plus forte croissance dans le monde. En outre, les autres indicateurs macro-économiques de l'Inde, tels que l'inflation, le déficit budgétaire et la balance courante, ont montré de nets signes d'amélioration.

Comme la mollesse de l'économie mondiale se traduit pour les entreprises par la stagnation de leur chiffre d'affaires et par la chute de leurs bénéfices, les entreprises engagées à l'international ont plus que jamais besoin de trouver de nouveaux débouchés. L'Inde représente une formidable opportunité pour les entreprises américaines et internationales. En novembre 2015, des assouplissements importants ont été apportés au régime des investissements directs étrangers (IDE) en Inde, et il est probable que d'autres changements interviendront cette année.

Plafonds des investissements directs étrangers par secteur

Secteur N°	Secteur	Taille actuelle du marché	Plafond des IDE et voie d'accès
1	Textile	108 milliards USD	100 % avec la procédure automatique
2	IT et ITES (services reposant sur les technologies de l'information)	146 milliards USD	100 % avec la procédure automatique
3	Infrastructure		
	Zones industrielles (nouvelles et existantes)		100 % avec la procédure automatique
	Construction et infrastructure	465 milliards USD	
	Infrastructures ferroviaires		
4	Immobilier	94 milliards USD	IDE autorisés uniquement pour la construction et la promotion immobilières (pas pour les transactions)
5	Télécommunications (y compris les fournisseurs d'infrastructure télécom de catégorie-I)	Nombre d'abonnés : 1,022 milliard	100 % (procédure automatique jusqu'à 49 %, soumis à l'approbation du gouvernement au-delà de 49 %)
6	Banques, services financiers et assurances		
	Banques (secteur privé)	2 680 milliards USD	74 % (procédure automatique jusqu'à 49 %, soumis à l'approbation du gouvernement au-delà de 49 % et jusqu'à 74 %)
	Banques (secteur public)		20 %, soumis à l'approbation du gouvernement
	Assurances		49 % (procédure automatique jusqu'à 26 %, soumis à l'approbation du gouvernement au-delà de 26 % et jusqu'à 49 %)** **Comme annoncé dans le budget de l'Union le 29 février 2016, le plafond pour le secteur des assurances dans le cadre de la procédure automatique sera porté à 49 %
7	Industrie automobile et produits connexes	112 milliards USD	100 % avec la procédure automatique
8	Défense	37 milliards USD	49 % (procédure automatique jusqu'à 49 %, soumis, au cas par cas, à l'approbation du gouvernement au-delà de 49 %, en fonction de la probabilité que l'investissement donne accès aux dernières avancées technologiques dans le pays)
9	Commerce et distribution		
	Commerce de détail monomarque	600 milliards USD	100 % (procédure automatique jusqu'à 49 %, soumis à l'approbation du gouvernement au-delà de 49 %)
	Commerce de détail multimarques		51 % (51 % soumis à l'approbation du gouvernement)
10	Commerce électronique	38 milliards USD	100 % avec la procédure automatique (B2B)
11	Industrie pharmaceutique et sciences du vivant	30 milliards USD	Création de société - 100 % avec la procédure automatique Société existante - 100 % soumis à l'approbation du gouvernement

INDE (suite)

Parmi les changements importants apportés récemment par l'Inde à sa politique des IDE :

1. Les IDE sont désormais autorisés dans les LLP (limited liability partnerships, partenariats à responsabilité limitée) à hauteur de 100 % avec la procédure automatique.

La politique s'appliquant aux IDE dans les LLP a été modifiée de manière à dispenser ces investissements de l'approbation du gouvernement. Les IDE sont désormais autorisés dans les LLP à hauteur de 100 % avec la procédure automatique, dans les secteurs et les domaines d'activités ouverts aux IDE à 100 %, et en l'absence de conditions concernant la performance des IDE. La LLP est une structure d'entreprise alternative et qui présente plus d'intérêt, car à ce jour elle est exonérée de DDT (dividend distribution tax, impôt sur la distribution de dividendes). Pour les entreprises classiques, le taux de DDT s'élève à 20,35 %.

2. Les investissements en aval sont autorisés pour les LLP.

Une LLP avec des investissements étrangers pourra réaliser des investissements en aval dans une autre entreprise ou une autre LLP, dans les secteurs ouverts aux IDE à 100 % avec la procédure automatique et qui n'imposent pas de conditions concernant la performance des IDE.

3. Les contraintes de surface au sol et de capitalisation minimales dans le secteur de la construction et de la promotion immobilières ont été levées.

Parmi les conditions strictes auxquelles étaient soumises le secteur de la construction et de la promotion immobilières en Inde, certaines instaurent des minima en matière de surface au sol et de capitalisation. Dernièrement, l'obligation de créer une surface au sol minimale de 20 000 mètres carrés pour les projets de construction et de promotion immobilières, ainsi que l'obligation de porter la capitalisation à un minimum de 5 millions USD dans les six mois suivant le début des opérations, ont été supprimées. Une clarification a été également apportée pour confirmer l'autorisation de la location de biens immobiliers. Cependant les IDE ne sont pas autorisés dans le secteur des transactions immobilières ni dans celui de la construction de bâtiments agricoles.

4. Dans le secteur de la défense, les IDE peuvent atteindre 49 % avec la procédure automatique.

Dans le cadre de son soutien au « Made in India », le gouvernement a libéralisé les IDE dans le secteur de la défense et leur permet de représenter désormais 49 % avec la procédure automatique. Avec 60 % des besoins satisfaits par les importations et un budget 2016 d'environ 37 milliards USD,

le secteur de la défense est particulièrement lucratif et attractif pour les IDE, en particulier pour les entreprises américaines du secteur.

5. Les investissements réalisés par des entreprises, des trusts (fiducies) ou des partenariats détenus et contrôlés par des Indiens non-résidents (Non-Resident Indians, NRI) sous le régime du non-rapatriement sont considérés comme des investissements nationaux.

Les investissements réalisés par des NRI sous le régime du non-rapatriement sont considérés comme des investissements nationaux, au même titre que les investissements effectués par des résidents. Afin d'augmenter les investissements réalisés par les NRI (plus de deux millions d'entre eux sont résidents américains), la dérogation particulière qui leur était accordée a été étendue aux entreprises, trusts (fiducies) et partenariats constitués en société hors d'Inde, et détenus et contrôlés par des NRI. Par conséquent, ces catégories d'entreprises, détenues et contrôlées par des NRI, seront traitées à l'identique des investissements réalisés par des NRI en Inde.

6. Les fabricants peuvent commercialiser leurs produits dans les circuits de gros et de détail, y compris le commerce électronique, sans autorisation du gouvernement.

Tout fabricant pourra désormais commercialiser ses produits dans les circuits de gros et de détail, y compris le commerce électronique, sans autorisation du gouvernement.

7. La libéralisation du commerce monomarque (Single-brand retail trading, SBRT) et le commerce de détail.

Les entreprises qui ont obtenu l'autorisation de se lancer dans le commerce monomarque auront également le droit d'intervenir dans le commerce électronique. L'obligation de s'approvisionner localement à hauteur de 30 % de la valeur des produits a été assouplie et reste sujette à l'approbation du gouvernement.

Les changements apportés à la politique indienne en matière d'IDE ont pour but de libéraliser et de simplifier les procédures, afin de faciliter les affaires dans le pays et d'attirer davantage d'IDE. Ces deux effets devraient se traduire par une croissance des investissements, des revenus et de l'emploi.

De nombreux investisseurs étrangers ont découvert que faire des affaires en Inde n'est pas simple. De plus, il existe un niveau d'incertitude élevé en ce qui concerne l'application des lois fiscales. L'amendement « Vodafone » apporté rétroactivement aux lois fiscales il y a environ quatre ans, après la victoire de Vodafone devant la cour suprême indienne lui permettant de ne pas payer l'impôt réclamé de 2 milliards USD, a été critiqué dans le monde entier et a terni la réputation de l'Inde.

Le gouvernement indien a mis en œuvre une série de mesures afin de faciliter la pratique des affaires. L'accent a été mis sur la simplification et la rationalisation des règles existantes et sur l'utilisation inédite des technologies de l'information pour renforcer l'efficacité de la gouvernance.

Parmi les mesures principales :

1. Un programme permettant de diminuer les litiges et d'éloigner le spectre de l'affaire Vodafone.

Une proposition a été faite, baptisée Programme direct de résolution des litiges fiscaux 2016, qui demandera aux contribuables dans l'attente d'un jugement en appel par le premier tribunal d'appel, de payer l'impôt et les intérêts courant jusqu'à la date de l'examen, ainsi que 25 % de la pénalité minimale encourue. L'examen ne sera suivi d'aucune pénalité, poursuite ou demande d'intérêts supplémentaires. Le montant actuel des litiges s'élève à un total estimé de 90 milliards USD et concerne 300 000 cas. Dans le cas des litiges fiscaux consécutifs à des changements apportés rétroactivement à la législation (comme le cas Vodafone et le transfert indirect de titres), il a été proposé que le litige soit réglé par le paiement de l'impôt, ce qui protégera totalement le contribuable contre toute poursuite, pénalité ou demande d'intérêts. Cette proposition peut contribuer à rétablir la confiance des investisseurs étrangers.

2. Une procédure de demande en ligne d'une licence industrielle (industrial license, IL) et d'un mémorandum d'entrepreneur industriel (industrial entrepreneur memorandum, IEM)

La demande d'une IL ou d'un IEM se fait désormais en ligne et ce service aux entrepreneurs est disponible 24 h/24 et 7 j/7 sur le site eBiz. Ce changement a facilité le dépôt de demande et le paiement en ligne des frais de service. Le portail eBiz propose vingt services différents et il sert de guichet unique pour l'obtention des autorisations des différents gouvernements et organismes gouvernementaux.

3. La proposition d'une procédure d'enregistrement des entreprises en 24 heures

Un amendement au Companies Act de 2013 a été proposé afin de simplifier les démarches des start-up. L'objectif est de permettre l'enregistrement des entreprises en une seule journée.

4. Création d'un nouveau taux d'imposition des sociétés, réduit à 25 %, (soumis aux surtaxes et impôts en vigueur) pour les nouvelles entreprises industrielles locales, constituées en société à partir du 1^{er} mars 2016.

En Inde, les sociétés sont soumises normalement à un taux marginal d'imposition qui ne dépasse pas 34,608 %. La proposition d'un taux réduit pour les sociétés constitue une mesure favorable aux investissements dans le secteur manufacturier.

5. Proposition de report de la disposition sur le Centre de gestion principal (Place of Effective Management, POEM)

Il est proposé de reporter d'un an la détermination de la domiciliation des entreprises étrangères selon le principe du POEM. C'est une évolution favorable, mais des clarifications et des mesures de transition sont attendues par ailleurs.

6. Extension des déductions prévues dans la rubrique 80JJAA au secteur des services

Le budget de l'Union 2016 prévoit d'élargir le périmètre de la mesure d'incitation à la création d'emplois (déduction supplémentaire de 30 % sur les salaires versés aux nouveaux salariés) prévue dans la rubrique 80JJAA de l'Income Tax Act (Loi relative à l'impôt sur le revenu). Cette déduction ne s'appliquera plus seulement aux entreprises assujetties à l'impôt dans le secteur manufacturier mais également à celles du secteur des services.

7. Incitations fiscales prévues pour les entreprises éligibles au programme Start-up India

L'Inde se situe au quatrième rang mondial en termes de création d'entreprises, et abrite plus de 3 100 start-ups. Il est par ailleurs prévu que ce nombre atteindra les 11 500 d'ici à 2020. Le budget prévoit d'accorder aux entreprises éligibles une déduction de 100 % pendant les trois premières années d'une période initiale de cinq ans.

L'Inde représente une opportunité séduisante d'investissement à long terme pour les investisseurs mondiaux en quête de valeur. Parallèlement à la concentration de ses efforts sur l'amélioration du climat des affaires, le pays propose une croissance économique constante, une inflation maîtrisée, un faible déficit budgétaire, d'importantes réserves de devises, des mesures simplifiant la vie économique, des lois fiscales claires et un ensemble d'autres indicateurs macroéconomiques favorables.



MOINS QUE ZÉRO : LES RISQUES DES POLITIQUES DE TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIFS

Parmi les principales banques centrales des pays développés, cinq ont adopté des politiques de taux d'intérêt négatifs au cours des dernières années. Ce choix fait courir des risques inattendus au système financier mondial. On peut se représenter la politique de taux d'intérêt négatifs comme une taxe sur les réserves excédentaires détenues à la banque centrale par les grands établissements financiers. Les objectifs de cette politique sont simples. Le premier est généralement de limiter l'afflux de capitaux, en diminuant les intérêts payés aux titulaires de titres publics et privés, ce qui revient indirectement à une dépréciation de la monnaie nationale. Le deuxième est d'essayer de provoquer une hausse générale des prix dans un contexte proche de la déflation. Ce dernier objectif s'accompagne d'une mesure visant à inciter les banques à accroître le volume des prêts, pour en tirer une meilleure rémunération comparé à l'impôt payé sur la détention de réserves excédentaires.

La logique derrière la politique de taux négatifs est très semblable à celle de la réduction des taux d'intérêt quand l'économie ralentit, se contracte ou quand le chômage augmente : réduire le coût du recours à l'emprunt pour les ménages et les entreprises, influencer les anticipations inflationnistes, réduire les taux d'intérêt nominaux et les taux d'intérêt réels, c'est-à-dire les taux corrigés de l'inflation. La baisse des taux d'intérêt réels stimule alors l'activité économique globale par le biais du crédit, mais également par le commerce, grâce à la dévaluation de la monnaie nationale et les gains de compétitivité des exportateurs nationaux.

Ce changement de politique peu orthodoxe comporte de nombreux risques, dont celui d'un retour aux politiques *protectionnistes* caractéristiques du pire moment de la Grande dépression mondiale des années 1930. Compte-tenu du ralentissement de l'activité économique mondiale, il est probable que le secteur financier, particulièrement sensible aux politiques publiques, fera les frais des dernières expériences des banques centrales.

Paradoxalement, la capacité à enfreindre facilement la règle théorique de la borne du zéro pour les taux d'intérêt rend l'adoption d'une même politique d'autant plus tentante pour d'autres banques centrales, notamment la Réserve fédérale américaine et la Banque d'Angleterre, quand les cycles économiques de leurs pays respectifs auront pris fin.

On ne saurait trop insister sur les risques que ces politiques font courir au secteur financier et au marché intermédiaire. Une politique de taux d'intérêt négatifs serait désastreuse pour la planification fiscale des entreprises du marché intermédiaire en modifiant les incitations. Dans ces conditions il est probable que les entreprises du marché intermédiaire procéderaient à des paiements anticipés sur les impôts et les charges pour éviter le coût de détention des liquidités.

Les avantages d'une politique de taux d'intérêt négatifs sont peu nombreux mais clairs. En revanche, les risques d'une telle politique sont asymétriques et peuvent être classés en quatre grandes catégories.

Évitement fiscal et thésaurisation : l'instauration d'une taxe sur les réserves excédentaires de liquidités conduirait probablement les grandes banques, les établissements financiers, les fonds de pension ou les compagnies d'assurance à déplacer et à entreposer des liquidités malgré les coûts de l'assurance, du transport et du stockage. Munich Re, le grand groupe allemand d'assurance, qui est le deuxième réassureur le plus important dans le monde et gère 231 milliards EUR d'actifs, a déjà déplacé et entreposé 10 millions EUR pour ne pas avoir à payer de taux d'intérêt négatifs. De plus, si les entreprises étaient autorisées à répercuter le coût de la taxe sur les consommateurs, il est alors probable que les ménages déplaceraient leurs avoirs en espèces dans des coffres, dans leur banque ou à leur domicile. L'ensemble de ces mouvements fausserait les conditions de marché et les dépenses des ménages.



Système financier : les marchés, et en particulier les marchés de titres à revenu fixe, connaîtront inévitablement des distorsions. À fin février 2016, les titres publics affichant des rendements négatifs représentaient une valeur d'environ 7 000 milliards USD. Les investisseurs qui conserveront ces obligations jusqu'à leur échéance subiront des pertes. Si cette politique devait être maintenue, il est presque certain qu'un système financier parallèle apparaîtrait rapidement aux yeux des ménages et des entreprises comme une solution pour éviter le coût de la taxe, entraînant un deleveraging général dans le système bancaire. Même si des lois étaient votées pour empêcher les banques de répercuter ces coûts sur les déposants, les dommages provoqués par la taxe entraîneraient des pertes, en raison de la baisse des marges et des cours des actions des banques, déstabilisant ainsi complètement l'ensemble du système financier. Et, dans l'hypothèse où les banques pourraient répercuter les coûts sur leurs clients, la thésaurisation qui s'ensuivrait priverait les banques de fonds à prêter à leurs clients solvables.

Alignement des politiques : l'un des objectifs indirects d'une politique de taux d'intérêt négatifs est l'amélioration de la compétitivité des exportateurs du pays. Bien que l'idée d'une guerre des devises soit l'un des sujets de discussion favoris de la presse financière, la coordination de cette politique et le développement des contrats d'échange de devises pour éviter les problèmes de financement ont fait en sorte que cela n'arrive pas. Un des problèmes posés par l'adoption d'une politique de taux d'intérêt négatifs est qu'elle permet un retour en arrière, précisément aux années 1930, à l'époque des dévaluations concurrentielles à but *protectionniste*. Les NIRP (Negative interest rate policy, politique de taux d'intérêt négatif) du Danemark et de la Suisse ont été mises en place précisément pour créer une dépréciation de leur monnaie. L'adoption de NIRP par les États-Unis ou le Royaume-Uni ferait courir le risque d'une perturbation bien plus grave des systèmes financiers et commerciaux à l'échelle de la planète.

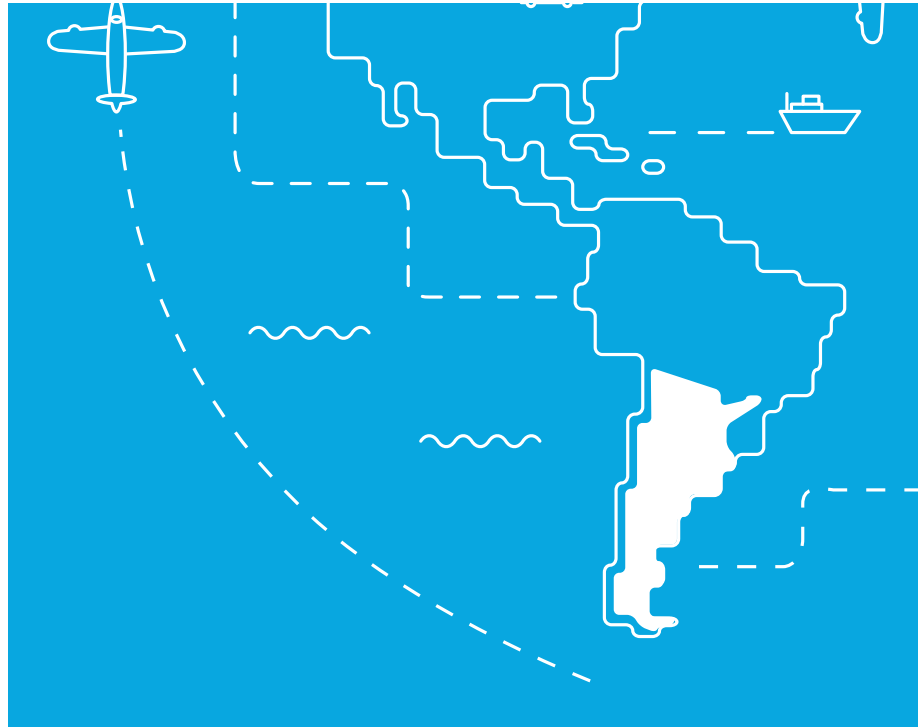
Bulles d'actifs : face à une situation économique que l'on peut qualifier légitimement de stagnation séculaire, caractérisée par la faiblesse de la croissance, des taux d'intérêt et de l'inflation, les banques centrales ne disposent que de peu d'options pour atteindre le plein-emploi. Par conséquent, et du point de vue des décideurs politiques, faire le choix des taux d'intérêt négatifs représente une réponse rationnelle et sensée face à des conditions de marché qui obligent les banques centrales à courir le risque d'alimenter des bulles. En Suède, pays qui a choisi la voie des taux d'intérêt négatifs depuis 2014, les prix des logements

ont augmenté et environ la moitié des prêts immobiliers sont à taux variable. Plus de 90 % de ces prêts variables connaîtront une révision de leur taux dans les cinq ans à venir et le risque de bulle augmente. Si la banque centrale suédoise décidait d'augmenter les taux pendant cette période, elle prendrait le risque de percer les bulles en cours de formation dans les secteurs immobilier et financier.

Les premiers résultats de la taxation des banques qui détiennent des réserves excédentaires ne sont guère brillants. La limitation des afflux de capitaux par l'adoption de NIRP, pour améliorer la compétitivité des exportateurs danois et suisses, n'a entraîné de dépréciation notable dans aucun des deux pays, et les signes d'une bulle immobilière en formation sont visibles en Suède. Bien que les annonces faites en Europe et au Japon n'aient été suivies d'aucune perturbation des marchés financiers, il est encore trop tôt pour évaluer l'efficacité du changement de politique.

Cependant, les marchés de capitaux américains et britanniques sont très différents des marchés européen et japonais, par leur structure, leur profondeur et leur largeur, ce qui rend difficile la mise en œuvre d'une NIRP. Aux États-Unis par exemple, compte tenu de la taille du bilan de la Fed et des réserves avoisinant les 2,5 billions USD, il serait nécessaire d'exonérer une grande partie des réserves pour que ce type de politique fonctionne. En partant de l'hypothèse que la Fed instaurerait une taxe de 2,6 % sur les réserves excédentaires, soit le même taux que celui appliqué par la Banque centrale européenne, cela ne concernerait que 625 milliards USD de réserves et exonérerait donc 1 870 milliards USD, soit environ 75 % des réserves. Comme seule une part minime des réserves soumises à la taxe serait prêtée à des clients solvables, les risques associés à cette politique aux États-Unis laissent à craindre qu'elle se traduise par d'énormes distorsions des systèmes économique et financier.

D'aucuns redoutent que les banques centrales ne disposent pas des moyens d'intervention nécessaires quand certaines des principales économies arriveront en fin de cycle. Ce n'est cependant pas le cas. Ces politiques sont en train d'atteindre les limites de leur efficacité. Les taux nuls ou négatifs plaident en faveur d'une politique budgétaire plus solide, en dépit des réticences d'un grand nombre d'acteurs économiques, financiers et politiques. Un meilleur équilibre entre politiques budgétaire et monétaire permettrait d'éviter de recourir à une politique aussi peu orthodoxe que la politique des taux d'intérêt négatifs, avec les risques qu'elle comporte.



ARGENTINE : DES RÉFORMES FONDAMENTALES CONDUISENT LE PAYS VERS UNE PLUS GRANDE STABILITÉ ÉCONOMIQUE

par Joe Brusuelas, Économiste en chef, RSM US LLP

Une première série de réformes fondamentales va faciliter l'accès de l'Argentine aux financements internationaux, un avantage considérable pour les entreprises du marché intermédiaire du pays. Le choix du président Mauricio Macri en faveur d'un régime de change flottant, qui a conduit de facto à une dévaluation de 35 % du peso, et l'accord conclu avec les créanciers étrangers à hauteur de 4,65 milliards USD, constituent un véritable tournant dans la politique nationale de l'Argentine. Ces décisions mettent fin à presque 15 ans de chaos économique dans le pays.

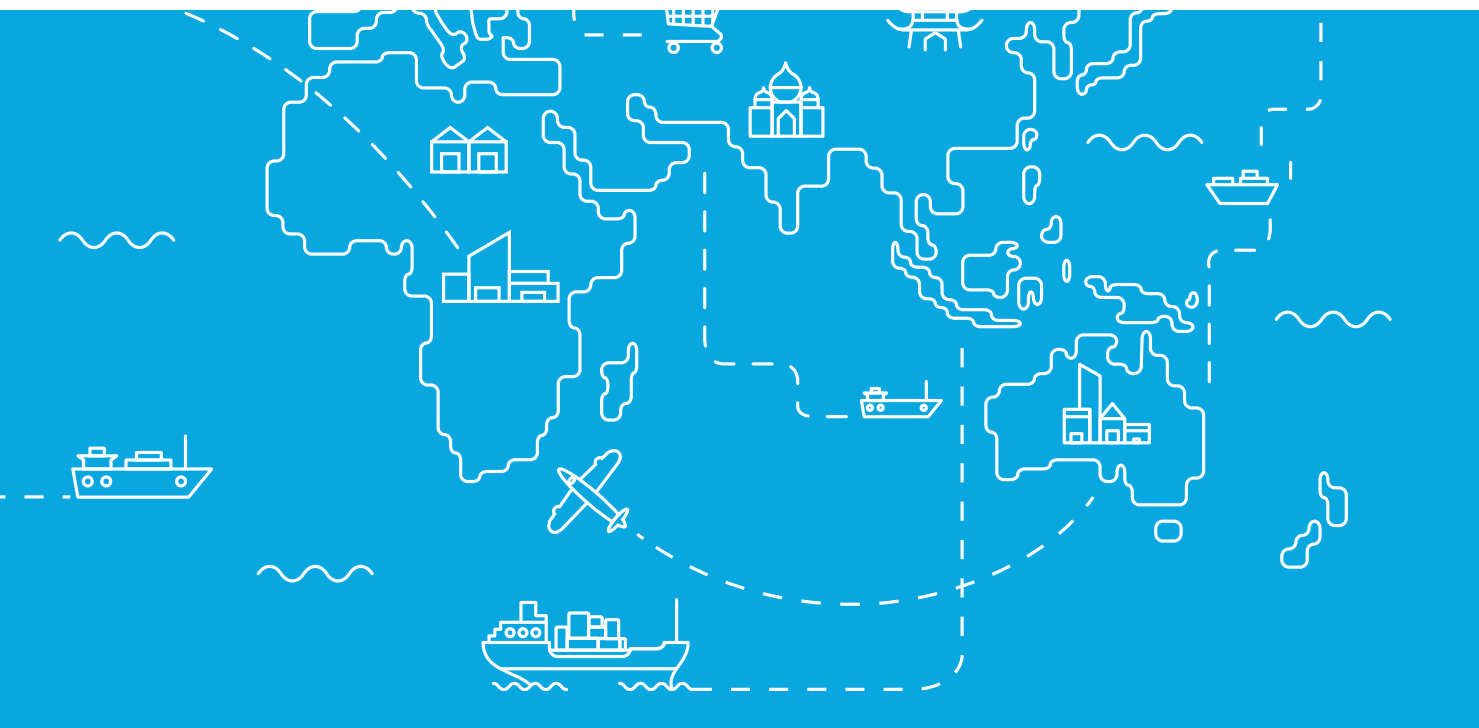
Bien que le succès des réformes ne soit pas garanti et que d'autres mesures difficiles doivent être prises pour remettre le budget sur le chemin de la stabilité, quitte à aggraver temporairement les inégalités économiques, ces changements sont le meilleur moyen de remédier aux dégâts intervenus depuis le défaut de paiement en 2001. Les réformes renforceront la compétitivité commerciale de l'Argentine et prépareront son retour dans la communauté internationale.

Brendan Quirk, leader régional de RSM pour l'Amérique Latine, commente : « Après la visite du président Obama en mars et celles de François Hollande et Matteo Renzi pour la France et l'Italie, il est évident que la communauté internationale soutient ce nouveau gouvernement. Chez RSM, nous constatons que de nombreuses entreprises sont enthousiastes à l'idée de bénéficier de la croissance que ce changement peut apporter rapidement à l'économie argentine.

L'arrêt du « cepo » (le contrôle des changes) a fait passer la valeur de la monnaie locale de 9,7 pesos à 15 pesos pour un dollar, et a été intelligemment mené, parallèlement à la hausse des taxes à l'exportation, de sorte que seuls les intervenants ayant un besoin immédiat de devises, comme les investisseurs ou les acteurs du secteur marchand, ont eu accès aux opérations de change. Ces mesures ont permis une transition relativement facile vers un taux de change flottant.

Du point de vue économique, cette politique a été bien agencée et mise en œuvre, et a fait décoller la demande en privilégiant les exportateurs de produits agricoles et de matières premières, tout en redémarrant l'activité commerciale. Ces premières mesures du gouvernement Macri ont été accueillies favorablement et ont fait forte impression sur de nombreux acteurs de la communauté financière internationale, et dans les principales capitales financières. Elles représentent un grand pas en avant vers le rétablissement de la confiance des investisseurs internationaux dans l'économie de l'Argentine.

Compte tenu de la probable nécessité pour le gouvernement d'obtenir plus de 15 milliards USD sous la forme d'investissements étrangers afin de faciliter le retour en douceur à une économie de marché, l'expertise déployée pour mettre en place le taux de change flottant et la vitesse à laquelle fut trouvé l'accord avec les créanciers étrangers joueront un rôle que l'on ne saurait sous-estimer.



Cette première décision de politique économique laisse penser que le gouvernement Macri vise la croissance tout en adoptant une approche plus équilibrée de l'inflation, laquelle, si elle n'était pas surveillée, pourrait faire échouer cette série de réformes en faisant chuter les salaires réels. Comme prévu, le changement apporté au régime de change s'est accompagné d'une hausse de l'inflation, qui a atteint 4 % en février (32,9 % sur une base annuelle). Parallèlement, la banque centrale a fait passer son taux directeur de 29 à 37,5 %.

Malgré tout, l'Argentine demeure encore confrontée à des défis économiques. Le ralentissement mondial, l'effondrement du prix des matières premières et la détérioration de l'économie au Brésil, le principal partenaire commercial de l'Argentine, compliquent le timing des réformes, actuelles et à venir.

Le gouvernement Macri a suivi une approche qui peut être qualifiée d'incrémentaliste et qui vise à mettre en balance les contraintes de politique intérieure et les exigences économiques. Renonçant aux traitements de choc largement utilisés pour réformer les économies de nombreux pays en développement au cours des vingt dernières années, le gouvernement Macri a probablement choisi le meilleur calendrier pour ses réformes économiques, compte tenu du défaut de paiement et des politiques hérités de l'ère Kirchner-Fernandez.

Le gouvernement fait face à un double défi pour sa politique économique : éviter un transfert rapide de l'inflation vers les ménages, qui entraînerait une baisse des salaires réels, tout en créant un cadre d'actions à long-terme, crédible pour la banque centrale et les investisseurs étrangers, qui ralentisse l'augmentation des dépenses publiques. Une politique budgétaire crédible permettrait non seulement de juguler l'inflation et de contenir les taux d'intérêt, mais elle ferait également bonne impression sur les investisseurs étrangers, dont le gouvernement

a besoin pour injecter des investissements directs et pour combler les déficits de financement en attendant que les réformes portent leurs fruits.

Les principaux objectifs budgétaires adoptés rendent nécessaires des réductions de subventions et des gains de productivité, mais intègrent une hausse des dépenses pour cette année. Ces mesures doivent permettre de ramener progressivement le déficit public primaire de son niveau actuel de 4,8 % du PIB à 0,3 % en 2019. Le gouvernement projette également de ramener l'inflation à une valeur comprise entre 3,5 et 6,5 % en 2019, contre 32,9 % cette année.

S'il n'y parvient pas, et si l'augmentation rapide des dépenses de l'État nourrit des anticipations inflationnistes, alors la Banque centrale ne pourra qu'augmenter encore plus les taux d'intérêt, plongeant l'économie en récession. Avec des marchés qui intègrent dans les prix une dépréciation supplémentaire de 18,1 % de la monnaie locale, à 18,9 pesos pour un dollar US, le plus grand risque pour le gouvernement reste l'augmentation de l'inflation et donc la chute des salaires réels.

LE BEPS, UN DÉFI MAJEUR POUR LES ENTREPRISES DU MARCHÉ INTERMÉDIAIRE

Des répercussions considérables pour les multinationales

Les modifications apportées à la fiscalité internationale dans le cadre du projet BEPS (Base erosion and profit shifting, érosion de la base d'imposition et le transfert de bénéfices), initié par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et les pays membres du G20, font partie des plus grands défis posés aux entreprises ces dernières années et auront des répercussions considérables sur les affaires internationales. C'est maintenant que les entreprises doivent envisager d'apporter des changements, avant la mise en œuvre de réglementations fiscales nationales.

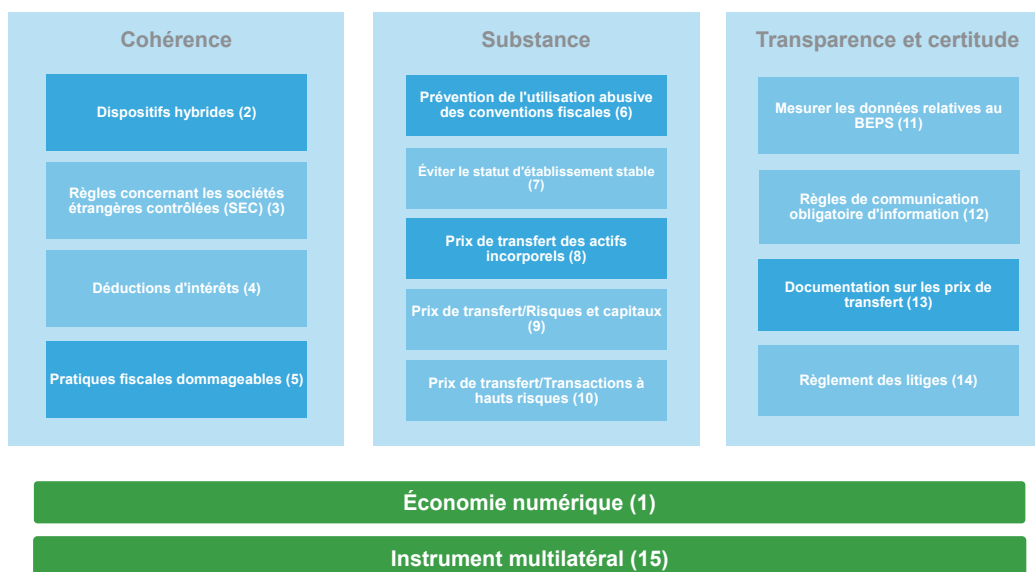
Qu'est-ce que le BEPS ?

BEPS fait référence à l'érosion des bases d'imposition et aux transferts de bénéfices consécutifs aux différences et aux incohérences involontaires qui existent entre les fiscalités de différents pays. Il arrive que des entreprises multinationales (MNE) exploitent ces différences pour effacer des bénéfices pour des raisons fiscales, ou pour transférer des bénéfices dans des pays où elles n'ont que peu voire pas d'activités, mais où les

niveaux d'imposition sont faibles, leur permettant ainsi de payer peu ou pas d'impôt sur les sociétés.

En 2013, l'OCDE et les membres du G20 (les principaux pays industrialisés et pays émergents) ont initié le projet BEPS. L'objectif du projet BEPS était de donner les moyens aux gouvernements de gommer les différences entre les différentes réglementations fiscales internationales, pour ne plus permettre aux MNE de diminuer leurs bénéfices ou de les transférer artificiellement vers des pays où la fiscalité est faible voire nulle, et dans lesquels ces MNE n'ont peu ou pas d'activité économique. Le plan d'action a identifié 15 actions, articulées autour de trois objectifs fondamentaux :

- Assurer la **cohérence** entre les règles nationales s'appliquant aux activités transfrontalières
- Renforcer les exigences de **substance** dans les standards internationaux existants
- Améliorer la **transparence**



Présentation du dispositif BEPS

En octobre 2015, l'OCDE a présenté le dispositif final de mesures découlant des 15 actions, dans le but d'initier une réforme complète et coordonnée de la réglementation fiscale internationale. Ces mesures comportent notamment :

- Des changements concernant les conventions fiscales bilatérales, notamment une norme minimale pour empêcher le chalandage fiscal
- Des révisions des règles relatives au prix de transfert, qui déterminent le régime fiscal applicable aux transactions intragroupes, afin de se concentrer sur la substance des transactions plutôt que sur leur forme juridique
- Une actualisation du cadre utilisé pour évaluer les effets potentiellement dommageables des régimes préférentiels créés par les gouvernements, avec une attention particulière portée aux régimes fiscaux favorables aux brevets (« patent box ») et aux décisions fiscales
- Simuler des mesures juridiques nationales afin de contrecarrer le BEPS

Conséquences sur le marché intermédiaire

Certains pays ont commencé à mettre en œuvre sans délai les recommandations du BEPS. RSM s'apprête à publier un important rapport sur l'impact du BEPS sur le marché intermédiaire, en s'appuyant sur les données recueillies auprès de plus de 500 entreprises internationales. Ce rapport sera disponible le 6 juin sur le site <http://www.RSMUS.com>. Les entreprises présentes à l'international doivent suivre l'évolution de la situation dans chaque pays où elles sont actives. Les entreprises doivent examiner de près leurs empreintes opérationnelles et fiscales mondiales, s'investir dans la planification stratégique afin d'avoir la souplesse nécessaire pour s'adapter aux changements spécifiques induits par le BEPS, et évaluer leurs dispositifs actuels afin de se préparer aux changements apportés aux obligations de conformité.

Bien que les petites multinationales n'aient pas à se plier à toutes les obligations de communication d'information issues du projet BEPS, elles devront tout de même faire face aux mêmes changements dans la substance et la fiscalité internationale que les autres entreprises. Elles seront peut-être même amenées à restructurer leurs activités. Les répercussions du BEPS vont au-delà de l'enjeu fiscal. Elles se ressentiront sur la finance, la trésorerie et le découpage géographique, et s'appliqueront à la conformité, aux différends et aux opérations de fusion-acquisition.

Pour de plus amples informations concernant RSM, veuillez consulter le site www.rsm.global.

Pour toutes demandes relatives aux médias, veuillez contacter Gillian Hawkes, directrice RP & Communications de RSM au +44 (0) 20 7601 1080 ou à l'adresse gillian.hawkes@rsm.com.



www.rsm.global

RSM est le nom commercial utilisé par les membres du réseau RSM.

Chaque membre du réseau RSM est une société de comptabilité et de conseil indépendante ; chacune de ces sociétés exerce ses activités de plein droit. Le réseau RSM en soi n'est pas une personne morale distincte, quelle qu'en soit la description ou la juridiction.

Le réseau RSM est géré par RSM International Limited, société enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles (numéro de société 4040598) dont le siège social est situé 11 Old Jewry, Londres EC2R 8DU.

La marque et la marque de commerce RSM et tous autres droits de propriété intellectuelle du réseau appartiennent à RSM International Association, une association régie par l'article 60 et suiv. du Code civil suisse dont le siège est à Zug.