

## RECHERCHE

**JULIUS BÄR: tabler sur les devises périphériques**

Les marchés des changes restent marqués par les difficultés budgétaires de la Grèce et leurs éventuelles répercussions négatives sur l'Union économique et monétaire, écrivent les analystes de Julius Bär. Toutefois, ce n'est plus désormais le risque de défaillance, mais l'impact négatif éventuel sur la dynamique de croissance des pays et régions fortement déficitaires qui est au cœur des préoccupations. La poussée d'aversion pour le risque qui en résulte, conjuguée à la montée du dollar US et du yen, a fait reculer l'euro. «Bien que les problèmes au sein de la zone euro soient loin d'être résolus, la monnaie unique semble actuellement survenue par rapport au billet vert. Et comme la situation budgétaire est très tendue aux Etats-Unis également, nous n'attendons pas de nouveau repli significatif de l'euro pour les semaines à venir.» Pour l'heure, les économies périphériques présentent dans l'ensemble un double avantage: elles affichent une dynamique de croissance plus forte et leur situation budgétaire est moins tendue. «Nous privilégions par conséquent toujours les devises périphériques comme le dollar australien et la couronne norvégienne, au détriment des monnaies principales que sont le dollar US et de l'euro.»

**DEUTSCHE BANK: évolution démographique des BRIC**

La population des plus grands pays émergents évoluera de manière très différenciée ces prochaines années, selon une récente étude de Deutsche Bank. L'Inde est au début de la troisième étape de l'évolution démographique (fertilité déclinante, croissance de la population), tandis que le Brésil et la Chine atteignent déjà la quatrième étape (faible mortalité et fertilité, stabilisation de la population). La Russie, pour sa part, se trouve déjà à la cinquième étape (fertilité insuffisante au renouvellement, déclin du bassin de population). Bien sûr, l'évolution démographique n'est pas linéaire et de nombreux facteurs pourraient changer la donne ces prochaines années. En l'état, le Brésil et l'Inde se trouvent en meilleure position que la Chine et la Russie, selon Deutsche Bank. Cette réalité aura à coup sûr des effets sur la croissance économique de ces économies sur le long terme.

**MACQUARIE: l'importance des dépôts en Chine**

Le marché accorde aujourd'hui beaucoup d'importance à l'évolution des politiques macroéconomiques en Chine. Mais à trop s'intéresser aux conditions de crédit, il en oublie l'essentiel: les taux de dépôts. Selon Macquarie, c'est pourtant ce second indicateur qui a le plus d'influence. Quand le cash tend à baisser dans les banques, les Chinois investissent leurs économies sur les marchés actions et immobiliers. A l'inverse, quand ils se remettent à constituer des réserves, les marchés perdent leur élan. La stratégie de Pékin y est pour beaucoup. Plutôt que de jouer sur les taux d'intérêts, le gouvernement plombe les marchés des capitaux en ajoutant des contraintes administratives lorsqu'il craint une surchauffe.

# Les vrais enjeux de la transparence

**PRIVATE EQUITY. L'UE débat d'une directive sur les investissements alternatifs. Son contenu est préoccupant pour la place financière suisse.**

CYRIL DEMARIA

La Présidence espagnole de l'Union européenne a renforcé la semaine dernière le projet de Directive sur les gérants de fonds alternatifs (AIFM). La disposition controversée (article 35), supprimée précédemment par la présidence suédoise, interdirait aux investisseurs européens d'effectuer des placements dans des fonds hors UE. Ceci pourrait dramatiquement affecter la Suisse qui accueille, selon la Swiss Private Equity and Corporate Finance Association, 25% des capitaux internationaux placés en fonds de private equity.

Le ton était déjà monté dans le débat acharné entre les partisans et les opposants du projet en 2009. La FSA britannique a qualifié les gérants d'«arrogants» après que Jon Moulton, Président du fonds de LBO Better Capital, eut déclaré que les niveaux de réglementation actuels confinaient à la «maladie mentale» lors d'une conférence à Berlin. Introduite par la Commission européenne sans concertation préalable avec les parties prenantes, la Directive AIFM devrait faire l'objet d'un vote en juillet et entrer en vigueur en 2012.

Ce nouveau cadre réglementaire est d'autant moins compris et accepté par les gérants de fonds alternatifs aujourd'hui à la tête de 2.000 milliards d'euros qu'il vise des acteurs notoirement irresponsables de la crise de 2007-2009. Les gérants de hedge funds (1500 milliards d'euros sous gestion) sont les principaux visés, mais ils n'ont pas créé de risque systémique (à la différence du LTCM en 1998) malgré leurs pertes.

Le private equity est lui aussi visé, et subira les coûts d'adaptation les plus élevés. Les gérants avec moins de 500 millions d'euros sous gestion (la profession demande de relever ce plafond à un milliard) et imposant une période de lock-up de cinq ans minimum, c'est-à-dire une grande proportion des gérants de capital-risque et de petit-moyen LBO, seraient exclus de cette réglementation. Ceci est d'autant plus nécessaire qu'il est illogique de demander par exemple à des gérants de fonds de capital-risque non-européens, métier par définition local, de s'immatriculer en Europe pour lever des fonds.

Les gérants de grands LBO sont en revanche assurés d'être touchés, ce qui explique leur virulence. Ces acteurs avaient notamment poussé l'industrie à adopter la fair market value pour évaluer leurs portefeuilles en temps réel, et faciliter leurs levées de fonds, avant de revenir sur leurs positions pendant la crise. Ce sont eux qui ont soulevé le plus de critiques quant à leurs stratégies d'investissement centrées sur de forts effets de levier d'acquisitions et la rotation particulièrement rapide de leurs lignes de portefeuille.

La Directive AIFM pourrait donc creuser un peu plus le fossé entre les tenants du grand et mega LBO d'une part; et du capital-risque, capital-développement et petit/moyen LBO de l'autre. Des tensions étaient apparues lors des tentatives de requalification fiscale de la commission de performance des gérants (carried interest) en revenus classiques plutôt qu'en profit à moyen-long terme aux Etats-Unis et au Royaume-Uni en 2006-2007. Ces tensions

**DES COÛTS D'ADAPTATION ÉLEVÉS**

	LBO	Capital-risque
<b>Coûts d'adaptation</b>		
Coûts de délégation	8.25	8.25
Re-localisation	19.7	19.7
Structures juridiques	14.1	14.1
<b>Total des coûts d'adaptation (points de base)</b>	<b>33.8</b>	<b>23.2</b>
<b>Total des coûts d'adaptations (millions d'euros)</b>	<b>45</b>	<b>451</b>
<b>Coûts annuels</b>		
Communication sur les sociétés de participation	2.9	3.7
Délégation	0.2	0.2
Evaluation	4.3	9.2
Capital	1.5	1.9
Dépositaire	5	10
<b>Total des coûts annuels (points de base)</b>	<b>13.8</b>	<b>24.8</b>
<b>Total des coûts annuels (millions d'euros)</b>	<b>248</b>	<b>33</b>
En points de base.		
Charles Rivers Associates, Octobre 2009		

avaient résulté en une réorganisation de l'EVCA (la European Private Equity and Venture Capital Association) en 2006 en trois «chapitres»: capital-risque, petit-moyen LBO et gros LBO. L'unité de la profession fut maintenue à grand peine.

Les arguments des opposants à la Directive ne sont pas toujours convaincants. L'obtention de l'accord du régulateur pour créer les fonds est déjà souple dans certaines juridictions européennes. L'industrie des fonds traditionnels s'est habituée à passer par le Luxembourg pour être conforme à la Directive UCITS et satisfaire aux critères européens. Il est probable que, s'agissant d'une Directive, les transpositions nationales soient plus ou moins strictes et détaillées. La Directive pourrait intensifier la concurrence des différentes juridictions intra-UE, notamment avec l'arrivée de Malte, Chypre et d'autres juridictions.

Les gérants de private equity pourraient adapter le système de structures écran («blockers» ou «finders») qui existent déjà pour des raisons fiscales dans certains Etats tels que l'Allemagne. L'attractivité du Liechtenstein (à la fois on et off shore dans l'UE) s'en trouverait renforcée pour les gérants suisses. Devoir capitaliser les sociétés de gestion à hauteur de 125.000 euros semble relativement pertinent, d'autant que les gérants doivent capitaliser systématiquement les fonds qu'ils lancent sur leurs propres deniers à hauteur de 1% minimum.

L'amélioration de la transparence en private equity est attendue et revendiquée par les souscripteurs - et pas qu'en Europe, comme cela fut prouvé par les procès retentissants aux Etats-Unis et la jurisprudence CalPERS vs Mercury News. Néanmoins, les investisseurs veulent une transparence sur les frais et le fonctionnement

du secteur, et non sur les portefeuilles et leurs valorisations. Or, le texte reprend des méthodes déjà utilisées par ailleurs et ayant démontré leur inefficacité: le recours à un tiers certificateur pour établir la valeur des portefeuilles. Qu'il soit auditeur ou agence de rating, ce tiers est une source de coûts et s'avère inefficace. L'AIFM ne dérogera pas à la règle. Quant aux dépositaires, déjà largement utilisés sur une base volontaire, leur rôle se borne à celui d'une chambre de compensation privée, rien de plus. La Directive risque donc d'être particulièrement coûteuse pour un bénéfice minime. Charles River Associates et la FSA ont estimé le coût d'adaptation et les coûts récurrents respectivement à 3,2 milliards et 311 millions d'euros pour le private equity. Les fonds n'étant que des intermédiaires, cela signifie que ces coûts seront transférés aux investisseurs, à savoir les caisses de retraites et autres investisseurs institutionnels. On comprend dès lors que les institutionnels soient critiques: non seulement leur univers d'investissements va se réduire car certains gérants de private equity resteront hors de l'UE - 35% pour le LBO contre 19% pour le capital-risque selon une étude de Charles Rivers Associates/FSA en octobre 2009, mais les coûts d'adaptation (voir tableau) leur seront intégralement répercutés quoi qu'il en soit. Les estimations de pertes liées à l'AIFM pour les caisses de retraites européennes sont de 1,4 milliards d'euros par an, ce qui correspondrait à une augmentation de 6% des cotisations annuelles d'après les caisses de retraites néerlandaises. ■

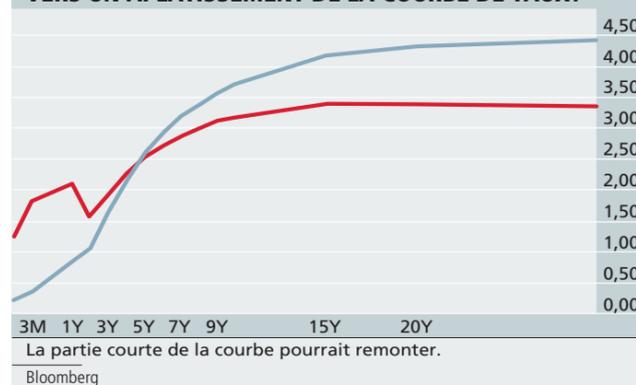
## Taux courts: profiter d'une hausse probable

*L'environnement changeant sur la courbe de taux USD et EUR reste favorable aux floaters.*

ÉTIENNE WEBER\*

Au niveau obligataire, le mouvement de diminution de la durée est actuellement bien en place chez les investisseurs, eu égard aux anticipations de modification de la courbe de taux que le marché semble anticiper. Une façon alternative de réduire la durée est l'utilisation de floaters (obligations à taux variable), pour lesquels l'environnement de taux en USD et EUR reste toujours favorable.

Que ce soit directement sur des émissions publiques ou via une structuration sur mesure, ce type d'instrument permet de profiter d'une évolution haussière des taux d'intérêts. En effet, les taux à court terme subissent toujours la pression induite par les politiques monétaires expansionnistes des banques centrales américaine et européenne établies pour contrer les effets de la crise, avec pour conséquence une pentification de la courbe. Cette période sera peut être prochainement ré-

**VERS UN APLATISSEMENT DE LA COURBE DE TAUX?**

volue car les banques centrales devraient progressivement commencer à remonter leurs taux directeurs, à l'image des pays producteurs de matières premières, comme la banque centrale australienne, qui relevé une nouvelle fois cette semaine (+0.25% mardi). Ainsi, une intervention probable des banques centrales d'ici la fin de l'année devrait induire un aplatissement de la courbe, principalement grâce à l'appréciation de la partie courte. Etant donné la difficulté de trouver le juste timing et de profiter d'un mouvement de taux avec l'instrument adéquat, un produit de type fixed-to-float paraît le plus approprié. Ce genre de produit per-

met de profiter, pour une maturité type de 5 ans, d'une première période à taux fixe (par exemple 2 ans) puis de se convertir automatiquement pour les 3 ans restants en obligation à taux variable. Parmi plusieurs variantes possibles, une partie variable liée au LIBOR ou EURIBOR 3 mois avec un cap et un floor est à nos yeux la plus adaptée. Si ces anticipations s'avéraient erronées, l'investisseur resterait protégé sur la partie fixe à 2 ans ainsi que par le floor sur les 3 ans de floater et subirait ainsi peu de manque à gagner. Plus largement au niveau économique, la politique monétaire qui continue à être extrêmement accommodante ainsi que la pour-

**L'INFLATION EN EUROPE RESTE BIEN CONTENUE**

suite de la stimulation fiscale globale dans la zone euro sur 2010 devraient générer une année d'activité économique au-dessus de la moyenne. Les chiffres de la masse monétaire et du crédit publiés dernièrement pour le mois de janvier ont montré une dichotomie intéressante à relever. Les entreprises non financières continuent à diminuer leur levier financier, alors que les ménages peinent à résister à l'environnement de taux hypothécaire bas pour se lancer dans des opérations immobilières privées. L'inflation continue à être maîtrisée et s'est établie à +1.0% au mois de janvier (HICP, yoy), alors que les indications avancées pour février

indiquent un retour à +0.8%, toujours sur l'année écoulée. Ainsi, la décision de la BCE jeudi (12h45 GMT) ne devrait probablement pas apporter de grande surprise. L'inflation comme nous l'avons vu est bien en deçà de l'objectif de 2% que s'est fixé la banque centrale et permet à cette dernière de poursuivre sa politique accommodante. Ainsi, les taux ne devraient pas bouger tout de suite, mais le marché sera focalisé sur la sortie graduelle des extraordinaires offres de liquidité toujours en cours et guettera la moindre allusion dans les paroles de son président.

\*TRADITION SA - Lausanne  
www.tradition.ch