WEGELIN & CO.
BANQUIERS PRIVÉS DEPUIS 1741

Commentaire d'investissement no 265 du 24 août 2009

L'adieu à l'Amérique

1. Une question de morale?

L'accord conclu entre les Etats-Unis et la Suisse, qui prévoit une entraide administrative pour 4'450 clients d'UBS soupçonnés de fraude fiscale, retient selon nous l'attention à trois égards. On relèvera en premier lieu et à titre quasiment anecdotique l'enjolivement auquel se sont astreintes les parties en présence après avoir livré bataille. Toutes ont parlé de «succès». Très certainement à raison pour ce qui est des autorités fiscales américaines (IRS), puisqu'elles ont obtenu ce qu'elles souhaitaient, à savoir primo, mettre la main sur une longue liste de noms de clients spécifiques, et secundo, créer une insécurité durable auprès de tous les autres clients tenaillés par l'idée d'y figurer. L'UBS, de son côté, se réjouit de n'avoir pas d'autre amende à payer et d'échapper à une lourde procédure judiciaire. Le gouvernement suisse, quant à lui, a parlé de «succès» dans la mesure où l'accord respecte selon lui le principe de l'Etat de droit et confère même aux clients concernés une possibilité de recours auprès du Tribunal administratif fédéral.

Sauf qu'il y a aussi des perdants, bien évidemment. Il s'agit des personnes concernées qui, en tant que fraudeurs présumés, doivent s'attendre maintenant à des poursuites et auxquelles, il n'y a pas si longtemps que ça, «on» avait justement promis qu'une telle chose ne se produirait pas. «On», c'est-à-dire la banque en question (et elle n'est pas la seule), qui a fait une interprétation extensive d'une lacune explicite contenue dans l'accord Qualified Intermediary (QI) de 2001 et l'a exploitée de manière intensive pour ses affaires; les autorités de surveillance, lesquelles ont été témoins de ces pratiques en toute connaissance de cause sans que se pose jamais la question de la garantie; le gouvernement suisse qui, il y a encore quelques mois de cela, parlait du «mur» auquel se heurteraient les autorités étrangères si le secret bancaire venait à être attaqué au travers, par exemple, d'une «fishing expedition» (autrement dit d'une récolte abusive d'informations), ce qui est indubitablement le cas avec cette demande d'entraide administrative portant sur plusieurs milliers de clients. «On» a fait des promesses, pris son mal en patience, fait mine de se montrer ferme – et «on» se retrouve maintenant au tapis. Sous l'apparence du succès se cache l'échec d'une déloyauté.

Loyauté: peut-on parler de loyauté quand il est question d'une pratique aussi vile que la soustraction voire la fraude fiscale? Bien fait pour ces riches tricheurs, s'ils risquent de se retrouver maintenant devant le juge! Voilà la position des défenseurs de la morale maintes fois exprimée, aussi et surtout dans les médias helvétiques. Il est étonnant de voir – et c'est là le deuxième constat digne d'intérêt – avec quelle évidence naturelle ceux qui prétendent représenter le «bien» s'empressent de se placer du côté de l'autorité et de ses besoins financiers. Au risque de susciter une fois de plus l'ire de certains éthiciens de l'économie, on rappellera ici très brièvement quelle autorité fiscale et quel type d'Etat ils servent ici: un pays qui, au cours des 60 dernières années, a incontestablement compté au nombre des nations les plus agressives au monde. Les Etats-Unis sont de loin le pays à avoir déclenché le plus d'opérations de guerre, parfois sur mandat de l'ONU, mais le plus souvent sans. Ils ont violé le droit international de la guerre, possèdent des prisons secrètes, soutiennent des régimes politiques discutables et mènent une guerre absurde contre la drogue, avec son cortège de conséquences dramatiques à l'étranger (Colombie, Afghanistan) comme au plan domestique (selon des sources dignes de foi, les ramifications des cartels de la drogue pénétreraient jusque dans la sphère politique). Et en vertu d'une double morale tout simplement effarante, les Etats-Unis entretiennent d'énormes paradis fiscaux offshore en Floride, dans le Delaware et d'autres Etats. Les défenseurs de la morale se rangent du côté d'une nation qui connaît encore la peine capitale et la pratique de manière extensive, qui dispose d'un système juridique dans lequel les avocats peuvent s'enrichir grâce au malheur de leurs clients. Les procès civils débouchent souvent sur des jugements assortis de dommages et intérêts exorbitants, ce qui représente un risque énorme pour les sociétés en exercice, notamment pour les petites et moyennes entreprises. Les moralistes soutiennent intellectuellement un pays qui laisse son infrastructure se délabrer et entasse dans des prisons pleines à craquer des individus condamnés selon des procédures parfois douteuses. Ils alimentent ainsi une nation qui, très régulièrement, tolère ou plutôt provoque l'éclatement de crises dans un système financier international dont elle tire les ficelles, un Etat dont les classes les plus défavorisées n'ont accès ni à une

éducation adéquate ni à un système de santé digne de ce nom, un pays dont le système économique a progressivement tendu vers la surconsommation et dans lequel économiser et investir ont fini par ne faire quasiment plus partie du vocabulaire courant – ce qui est assurément l'un des facteurs responsables de la récession actuelle, avec les répercussions catastrophiques qui en découlent pour l'ensemble de la planète.

Ceux qui brandissent la «massue morale» à l'encontre des fraudeurs fiscaux devraient sérieusement s'interroger sur la *moralité des moyens utilisés*. Abstraction faite de cet aspect, resterait alors la question de la justice fiscale, celle-la même qui se pose aussi quand un boulanger sicilien est contraint de payer un tribut à l'honorable organisation, tandis que son concurrent n'a pas à le faire... Mieux vaut donc laisser la morale de côté en matière fiscale et considérer sans aucun jugement de valeur le devoir fiscal, l'accomplissement de ce devoir et, le cas échéant, les différentes formes d'évasion, en les voyant comme des faits, des produits du droit positif et de son applicabilité.

Ce qui nous amène au troisième point à relever selon nous. De quoi le «droit positif» était-il fait au juste? Et quid de son applicabilité? En 1996, les Etats-Unis et la Suisse ont conclu un nouvel accord de double imposition, aux fins duquel les conditions d'entraide administrative dans le domaine fiscal notamment avaient été renégociées. La Suisse consentait alors à coopérer en cas de «tax fraud *and the like*» (fraude fiscale et pratiques similaires). En d'autres termes, l'extension de la notion de «fraude fiscale» était programmée depuis longtemps; les Etats-Unis n'ont eu qu'à attendre que la Suisse se retrouve prétendument dans l'impasse – en raison de l'infortune de sa grande banque UBS – ou objectivement acculée peut-être. Au fond, pour être tout à fait honnête, on aurait dû voir venir le coup, car ce n'est pas en 2009 que le secret bancaire suisse a été allègrement relativisé vis-à-vis des Etats-Unis, mais bien dès 1996.

En résumé: il vaut la peine d'analyser la situation *sine ira et studio*, autrement dit sans colère ni enthousiasme, loin de tout enjolivement motivé par des enjeux politiques et de toute considération morale authentique ou affectée, d'en tirer les leçons et, le cas échéant, d'agir en conséquence. C'est précisément ce que nous entendons faire dans les pages suivantes, en étudiant de plus près deux aspects importants du droit fiscal américain. Sachant que dans la confrontation fiscale manigancée par Washington, le prochain round ne visera pas seulement des riches Américains plus ou moins suspects, mais également des non-Américains qui n'ont jamais songé de leur vie à frauder le fisc.

2. Pierre-Marcel Grosjean et Mohamed Abdullah, assujettis à l'impôt sur les successions?

Pour pouvoir comprendre un tant soit peu pourquoi l'impôt sur les successions d'un pays étranger peut devenir un sérieux problème pour des tiers, le mieux est de commencer par s'intéresser à la différence fondamentale qui prévaut entre le droit successoral continental et le droit successoral anglo-saxon. La conception en vigueur sur le continent veut que la descendance naturelle constitue les destinataires logiques de la fortune laissée par le défunt. Le droit successoral continental attribue ainsi des parts réservataires aux parents proches, parts réservataires grâce auxquelles il sera du même coup relativement simple de procéder à une taxation éventuelle de la succession, puisque cela se fera auprès de ces héritiers logiques.

Dans le droit anglo-saxon, les choses se présentent de manière totalement différente. Il n'y a pas ici de réserves légales, si bien que l'impôt américain sur les successions s'applique au patrimoine («estate»), autrement dit aux biens physiques tels que les immeubles et les biens mobiliers, ainsi qu'aux valeurs mobilières, soumises à l'impôt pour peu qu'il s'agisse de titres américains – indépendamment du dernier domicile du défunt ou du centre de ses intérêts vitaux fiscalement déterminant. Par «titres américains», on entend essentiellement des valeurs mobilières émises aux Etats-Unis, autrement dit des actions de sociétés américaines comme Apple, General Electric ou Pfizer, des fonds de placement américains, des obligations de débiteurs américains, parmi lesquels des bons du Trésor. Le droit successoral américain nomme explicitement le «U.S. citizen» (appellation qui inclut également le citoyen américain domicilié à l'étranger) et le «non-resident alien», terme désignant un ressortissant étranger qui ne possède pas un domicile fixe aux Etats-Unis, ce qui ne recouvre rien de moins que l'ensemble des non-Américains en possession de titres américains.

L'impôt américain sur les successions est variable, le taux d'imposition maximal étant de 45%. Pour les citoyens américains, les montants exonérés peuvent atteindre un million de dollars voire plus. Pour les non-Américains, le seuil de non-imposition est de 60'000 dollars lorsqu'il n'existe aucune convention de double imposition (CDI) fixant un seuil plus élevé. Pour les ressortissants suisses, le montant exonéré est, conformément à la CDI de 1951, calculé en fonction de la part que la fortune située aux Etats-Unis représente au regard de l'ensemble de la succession. Pour pouvoir prétendre à l'exonération, l'«estate» – comprenez l'ensemble des héritiers en Europe continentale – doit déclarer la succession dans sa totalité et à l'échelle mondiale auprès de l'IRS. Les enfants de

feu Pierre-Marcel Grosjean, de Tartegnin, sont contraints, à cause de la poignée d'actions IBM auxquelles le défunt tenait tant, de faire des démarches auprès de l'IRS et de lui remettre une évaluation de leur pécule. Au passage, on relèvera bien sûr l'absence de conventions de double imposition avec la plupart des pays d'Amérique latine, d'Asie et du Moyen-Orient. Au regard du fisc américain, un certain monsieur Abdullah, originaire de Dubaï par exemple, détenteur typique de bons du trésor, d'obligations d'entreprises et d'actions General Motors, client de Citibank ou de Morgan Stanley, sera dès lors redevable – après sa mort – de l'impôt sur les successions. Si lui-même ne sera pas inquiété, ses douze fils risquent fort de l'être.

Pas si sûr en l'occurrence! Car monsieur Abdullah aura vraisemblablement pris soin de mettre ses titres à l'abri d'une structure institutionnelle, d'un trust ou d'une société de domicile basée dans l'une des îles des Caraïbes; et une institution ne saurait mourir, n'est-ce pas? Fort bien, si ce n'est que les Américains se mettent de plus en plus à traiter ce genre de structures comme des entités transparentes («look-through entities»), autrement dit à vouloir remonter aux véritables bénéficiaires.

Objection suivante: la chose est impossible. Comment diable l'IRS pourrait-elle établir un lien entre un titre américain donné et une personne étrangère décédée? Quand on sait que les Etats-Unis ne disposent pas même d'un service de contrôle des habitants pour ses propres citoyens, comment pourraient-ils contrôler l'ensemble de la planète? La réponse est la suivante: ils n'ont nullement besoin de le faire. Au lieu de cela, le droit successoral américain se tourne vers l'exécuteur testamentaire («executor»). S'il n'y en a pas, c'est la banque dépositaire qui prend sa place et est tenue pour responsable de l'impôt dû. Dès lors, afin de pouvoir se dégager de cette responsabilité, les dépositaires américains de banques étrangères vont jusqu'à imposer à leurs partenaires d'outre-mer le gel de la succession en cas de décès d'un client.

Dernière objection: à ce jour, tout cela est resté lettre morte pour les étrangers. Oui, c'est incontestable. Mais avec la révision de l'accord Qualified Intermediary, tout porte à croire que les Etats-Unis vont exiger qu'un vérificateur aux comptes américain puisse s'assurer du respect de la convention auprès des banques signataires. D'où un accès direct et immédiat au lien existant entre les titres américains et leur propriétaire non-américain. Quiconque croit que cet accès n'aboutira pas tôt ou tard à une obligation de communiquer pour l'auditeur américain est aussi naïf que ceux qui ne se sont pas doutés qu'un jour, la mention «fraud *and the like*» serait interprétée d'une manière presque illimitée à l'avantage du fisc.

Dans le cadre d'une loi signée en 2001 par le président Bush alors en place, l'impôt sur les successions contesté à l'époque et pourtant remis sur le tapis était muni d'une disposition légale prévoyant un réexamen, la «sunset clause», que l'on pourrait traduire par «date d'expiration». Sans prolongation, l'«estate tax» échoirait ainsi en 2010 et, sauf acte de réforme, entrerait à nouveau en vigueur au 1er janvier 2011. Or à l'heure actuelle, l'administration Obama planche non seulement sur une reconduction mais également sur un durcissement de la loi eu égard aux lacunes connues. C'est dire que de nouvelles surprises désagréables ne sont pas à exclure.

3. Le bras armé du fisc américain

Il convient en deuxième lieu d'analyser de plus près l'accord «Qualified Intermediary» (QI) évoqué ci-dessus. En 2001, les Etats-Unis ont introduit un nouveau système d'imposition à la source visant premièrement à éviter le remboursement compliqué et coûteux des impôts prélevés auprès de personnes non assujetties et à faciliter ainsi l'accès des étrangers au marché des capitaux américain; deuxièmement, à contraindre les U.S. persons titulaires de dépôts auprès d'intermédiaires dont les pays ne pratiquent pas l'échange automatique d'informations avec les Etats-Unis, de déclarer l'ensemble de leurs participations américaines. Sa mise en œuvre a pris la forme d'un impôt à la source de 30%, dont les U.S. persons pouvaient être totalement exemptées moyennant une annonce vis-à-vis du Qualified Intermediary, tandis que les non-U.S. persons, par le jeu d'une déclaration spontanée, pouvaient obtenir l'exemption partielle ou totale suivant l'accord de double imposition existant.

L'accord QI de 2001 tenait compte des pays pratiquant le secret bancaire, dans la mesure où la répartition des clients entre les différentes catégories définies était laissée aux intermédiaires qualifiés eux-mêmes. Le respect de l'accord faisait toutefois l'objet d'une révision spéciale conformément à un processus fixé par les autorités fiscales américaines. Notre Banque a compté dès le départ au nombre des signataires de l'accord, et les révisions effectuées en 2002 et 2007 n'ont révélé aucun manquement.

Trois définitions déterminantes sont contenues dans l'accord QI: celle d'une «U.S. person», celle d'un «titre américain» et celle d'une «personne juridique» appartenant en tout ou partie à une U.S. person. Si le terme de «titre américain» n'a pas posé de problème de délimitation majeur, dès lors qu'il se définit de lui-même au travers de la retenue effective de l'impôt à la source par le dépositaire, les deux autres concepts énoncés dans la convention ont suscité et suscitent encore des problèmes quasiment insurmontables, générant ainsi une incertitude juridique considérable.

Il est en effet très difficile de dire qui appartient vraiment au cercle des U.S. persons et qui n'y appartient pas. Outre le citoyen américain vivant de façon claire et non ambiguë aux Etats-Unis, la conception américaine veut que la notion de «U.S. person» recouvre également les étrangers établis aux Etats-Unis, les détenteurs d'une carte d'assurance sociale ou d'une autorisation de séjour («green card»), les citoyens américains non domiciliés aux Etats-Unis, ainsi que les personnes qui remplissent les critères de ce que l'on appelle le «substantial physical presence test». Ce test de présence est conçu d'une manière singulière: il est en effet considéré comme positif lorsqu'une personne a séjourné pendant au moins 31 jours sur le territoire des Etats-Unis durant l'année en cours et pendant 183 jours au total sur une période de trois ans, les jours passés au cours de la première année comptant pour un sixième, ceux de la deuxième pour un tiers et ceux de la troisième à 100%. D'après cette définition, un étudiant qui prépare son MBA à Harvard – prenons à titre d'exemple Omar, l'un des fils de monsieur Abdullah – compte très probablement au nombre des U.S. persons. Le problème, c'est que l'intermédiaire qualifié devrait alors en être informé. Car l'accord en question fait de lui une sorte de bras armé des autorités fiscales américaines.

La question de savoir dans quelle mesure les ayants droit de personnes juridiques sont soumis ou non à l'impôt à la source est encore plus délicate. Sont clairement imposables aux termes de l'accord les entreprises économiquement actives, à l'instar d'une société américaine qui détiendrait des titres en Suisse. L'accord QI excluait en revanche les trusts, les anstalts et les fondations, pour autant qu'ils remplissent certaines conditions évidemment très complexes. C'est probablement la nasse vers laquelle les clients UBS ont été dirigés. Une fois le filet rempli, les autorités fiscales américaines ont crié à l'abus, à la fraude (*and the like...*), alors que c'est elle-même qui l'avait posé!

L'histoire prend une tournure tout à fait scabreuse lorsqu'une structure juridique en soi parfaitement non américaine se fait soudainement «contaminer» par une U.S. person. Imaginons que notre monsieur Abdullah ait désigné son fils Omar comme l'un des bénéficiaires de son trust, aux côtés de plusieurs autres de ses fils déjà adultes eux aussi. Ayant acquis le statut de U.S. person aux yeux du droit fiscal américain, Omar va générer une obligation fiscale pour le trust constitué par son père, de sorte qu'au décès de monsieur Abdullah, l'ensemble de la masse successorale pourrait s'avérer imposable et ce vraisemblablement à hauteur de 45%, feu monsieur Abdullah étant de son vivant un personnage très fortuné. Peut-être bien que oui, ou peut-être bien que non. Peu importe, le fait est que le QI aurait dû le savoir.

L'accord QI de 2001 impliquait déjà pour l'ensemble des banques signataires des risques juridiques considérables vis-à-vis des autorités fiscales américaines. Même sans pratiquer la pêche aux clients américains comme l'a apparemment fait UBS en utilisant Alinghi et d'autres moyens d'acquisition, le seul fait qu'une personne puisse passer de manière pratiquement imperceptible du statut de non-U.S. person à celui de U.S. person est en soi intolérable, car l'on peut tomber ainsi dans une situation de fausse déclaration sans n'avoir rien à se reprocher.

4. Un «Green book» bien rouge

Dans un document intitulé «General Explanations of the Administration's Fiscal Year 2010 Revenue Proposals», ou «Green book», le gouvernement Obama dévoilait en mai dernier ses intentions concernant différentes questions fiscales. Outre l'idée de contraindre toujours plus les entreprises américaines actives à l'étranger à payer des impôts aux Etats-Unis, c'est la prolongation de l'«estate tax» et le durcissement du régime QI qui ressortent au premier plan. L'administration Obama cherche pour l'essentiel à étendre le champ d'application du régime QI et à combler toutes les failles existantes ou possibles. Dans le détail, sept modifications fondamentales sont à relever:

1. La définition de «titre américain» est élargie. Dorénavant, les equity swaps sur des valeurs américaines et le prêt de titres tomberont également sous le coup du régime QI. Le but visé est d'éviter qu'un contrat OTC ne permette de contourner l'impôt à la source, de manière totale pour les U.S. persons et partielle pour les non-U.S. persons. D'après le Livre vert, il est toutefois renoncé (provisoirement?) à l'élargissement de l'accord QI aux fonds de placement ou aux dérivés répliquant des titres américains.
2. Autre nouveauté, les U.S. persons sont désormais forcées de déclarer les revenus et les produits bruts tirés de sources non américaines, ce qui revient à étendre l'accord QI à tout le reste de l'univers financier mondial et à exiger que l'ensemble des U.S. persons s'annoncent auprès de l'IRS, notamment celles qui, en renonçant à détenir des valeurs mobilières américaines, s'étaient tenues jusqu'ici en dehors de l'accord QI. Si un intermédiaire souhaite échapper au régime QI, il s'en suit obligatoirement une retenue à la source de 30%, dont seul le bénéficiaire – et non l'intermédiaire – peut demander le remboursement.
3. L'objectif du Livre vert est de soumettre la possession de valeurs mobilières américaines par des sociétés non américaines à une retenue à la source obligatoire de 30%. La demande de remboursement éventuelle doit venir de la so-

ciété elle-même, moyennant la publication de sa structure de propriété. D'après le Green book, des exceptions sont possibles, notamment pour les caisses de pension et les sociétés publiques cotées.

4. Il est prévu l'introduction d'un impôt à la source de 20% sur tous les produits bruts de la vente de titres lors de la passation d'une transaction avec un intermédiaire n'ayant pas signé l'accord QI et basé dans un pays dépourvu de CDI ou pratiquant l'échange d'informations de manière insuffisante.
5. Le Livre vert impose une déclaration obligatoire pour les transactions de plus de USD 10'000 effectuées par ou en faveur de U.S. persons auprès d'un intermédiaire sans accord QI.
6. L'enregistrement ou la déclaration auprès de l'IRS de l'acquisition ou de la fondation d'une entité offshore pour le compte d'une U.S. person sont également prescrits.
7. Enfin, le Livre vert prévoit, pour s'assurer du respect de l'accord QI, le recours à un réviseur américain, lequel devra cosigner le rapport de révision établi.

Cette énumération des nouveautés prévues n'est pas forcément exhaustive et peut aussi comporter de petites inexactitudes, car la compréhension de la langue juridique anglo-saxonne échappe comme chacun sait au commun des mortels. Ce qui est clair en revanche, c'est que du fait de leur position de force quasi illimitée au sein des systèmes de transactions internationaux (Swift, systèmes de clearing, banques de dépôt) et de par l'attractivité intrinsèque de leur marché des capitaux, les Etats-Unis cherchent à imposer leurs conceptions au reste du monde. Une chose est sûre: les signataires de cette nouvelle version de l'accord QI vont devoir réviser le modèle d'affaires sur lequel se fonde la gestion de fortune transfrontalière, du moins eu égard aux U.S. persons. Le secret bancaire suisse, de même que les variantes autrichienne et luxembourgeoise ou encore l'ensemble des structures d'inspiration anglo-saxonne dirigées depuis Londres, Dubaï, Singapour et Hong Kong, se trouvent ainsi remis en question. Car s'agissant des U.S. persons, les Etats-Unis veulent rien moins qu'abolir les transactions transfrontalières.

On pourra dire à juste titre que les Etats-Unis sont dans leur bon droit pour autant que seuls leurs propres ressortissants soient concernés. Et dans la mesure où leur position de force leur permet d'imposer ce droit au monde, il ne reste qu'à en prendre acte – notre ambition n'était-elle pas de procéder à une analyse aussi neutre que possible? –, ajuster ses activités en conséquence, voire les redimensionner. Le Livre vert est conçu d'une manière extraordinairement intelligente. «No escape», autrement dit zéro lacune: tel a dû être l'objectif fixé. Sauf que la chose n'a malheureusement *pas été pensée jusqu'au bout*. Le véritable problème ne réside pas dans la rigueur de la loi s'appliquant aux Américains, mais dans *le flou qui entoure l'obligation fiscale effective* et dans le travail de gestion et de contrôle disproportionné qui en résulte. La vision excessivement expansive de tout ce qui pourrait constituer des U.S. persons et l'élargissement potentiellement impérialiste de l'assujettissement à l'impôt sur les successions à l'ensemble du monde accroissent considérablement les risques liés aux investissements sur le continent américain et, partant, sur le marché américain des capitaux. Ce d'abord pour les investisseurs proprement dits, mais plus sérieusement encore pour les intermédiaires que l'accord QI en vigueur jusqu'ici avait déjà mis sous pression et qui, avec la nouvelle mouture prévue, se trouveront totalement pris en étau. A voir le scénario qui se dessine, il deviendra tout simplement trop dangereux de posséder des valeurs mobilières américaines, d'en avoir en dépôt pour des tiers en tant que dépositaire ou d'en faire le négoce en tant que banque.

5. Le talon d'Achille des Etats-Unis

La situation du marché des capitaux américain: voilà ce à quoi les esprits pointus de l'IRS n'ont très probablement pas songé. Leurs propositions de réglementation exclusivement axées sur une maximisation des recettes fiscales reposent sur l'hypothèse d'une attractivité incontestable et incontestée des Etats-Unis en tant que pays cible pour les investisseurs du monde entier, supposition qui est selon nous parfaitement *erronée*. Pourquoi cela?

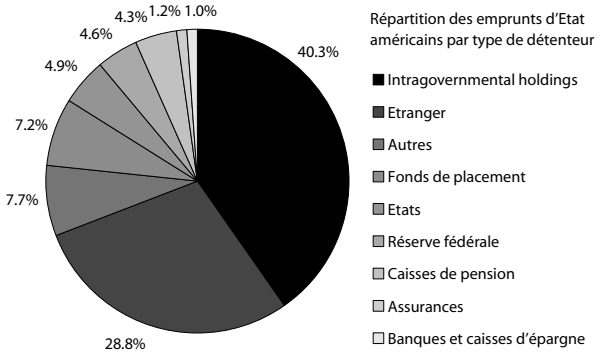
Il suffit de jeter un coup d'œil à la situation de la dette américaine pour se rendre compte qu'en dehors du pétrole, il n'y a pour ainsi dire qu'un seul élément stratégique dont les Etats-Unis auront besoin dans les années à venir: le *capital*. Officiellement, l'endettement des pouvoirs publics, à savoir l'Etat fédéral, les Etats de l'Union et les municipalités, s'élevait en 2008 à quelque 70% du produit intérieur brut américain. Or avec la reprise des créances survenue dans le sillage de la crise financière, ce taux d'endettement explicite devrait largement excéder 100% du PIB à l'horizon 2014. En partant d'hypothèses conservatrices, la charge d'intérêt serait donc appelée à doubler d'ici là, passant d'environ 10% de l'ensemble des recettes de l'Etat actuellement à environ 20%.

Voilà pour ce qui est du domaine du connu. Ce que l'on sait évidemment moins, c'est qu'aux Etats-Unis comme dans bon nombre d'Etats européens mal en point, cette vision explicite ne reflète qu'une partie de la réalité eu égard aux prestations futures implicitement promises par l'Etat. Si l'on comptabi-

lisait comme il se doit les flux de paiement futurs probables, autrement dit si on les actualisait, l'état de la situation s'en trouverait considérablement assombri. Selon certaines études, comme celle de l'Institut de Francfort de novembre 2008, l'endettement des Etats-Unis pourrait atteindre jusqu'à 600% (!) du produit intérieur brut.

Et même là, ce n'est qu'une partie de la réalité. En regardant qui sont les premiers créanciers des très endettés pouvoirs publics américains, on découvre avec stupéfaction qu'il s'agit… des pouvoirs publics eux-mêmes. D'après une étude de Sprott Asset Management, une société de gestion de fortune canadienne réputée pour la pertinence de ses analyses macro-économiques, sur un encours de la dette publique totalisant quelque USD 10'000 milliards en 2008, plus de 4'000 milliards, soit près de 40%, étaient en mains d'«intragovernmental holdings». Ces holdings regroupent notamment des institutions de l'Etat social dont la fortune, constituée dans le but de faire (plus ou moins) face à leurs engagements futurs, est placée dans des obligations spéciales du Trésor, titres désignés sous le nom d'«obligations intragouvernementales». Autrement dit, l'assuré tenu de s'acquitter du paiement de ses cotisations pour bénéficier du système de santé américain Medicare, par exemple, sert de source de financement indirecte au Trésor américain. Voilà qui est surprenant, bizarre ou plutôt effrayant, puisque le débiteur est en même temps créancier.

Autofinancement d'un genre particulier



N.B.: ces chiffres se réfèrent au 31.12.08.

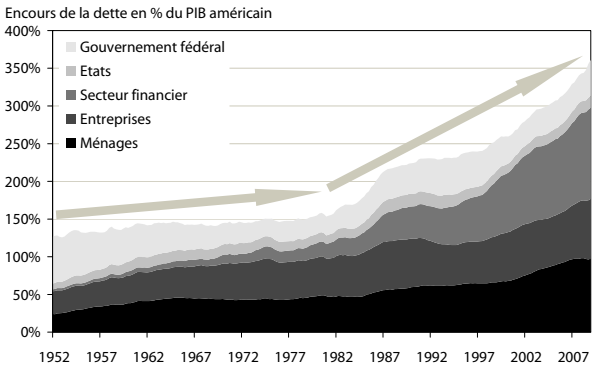
Source: Financial Management Service (Bureau of the United States Department of the Treasury). Ownership of Federal Securities et Communiqué statistique de la Réserve fédérale.

Les obligations intragouvernementales en question ne sont assurément pas des actifs dotés d'une valeur réelle. De fait, en consolidant sur le papier les deux bilans, celui du Trésor et celui des institutions sociales, on parvient à une situation tautologique, qui n'aboutit pas à une dépréciation totale des actifs détenus par ces institutions tant que le Trésor est en mesure de s'approvisionner en quantité toujours plus grande sur le marché des capitaux. Penchons-nous donc sur ce tableau des flux de trésorerie ô combien intéressant.

Selon l'étude canadienne évoquée ci-dessus, le Trésor américain a dû financer une dette supplémentaire de USD 705 milliards durant l'exercice 2008. Ce montant a servi à couvrir le déficit budgétaire de USD 455 milliards ainsi qu'un déficit spécial de USD 250 milliards creusé par la guerre menée en Irak et en Afghanistan. En 2009, l'endettement supplémentaire s'élèvera à plus de USD 2'000 milliards, le trésor de guerre destiné au Moyen-Orient pesant environ USD 200 milliards et le déficit budgétaire «ordinaire» USD 1'845 milliards. D'où la nécessité que quelqu'un achète et finance ces dettes. Comment les différentes catégories de créanciers réagissent-elles? Venant au deuxième rang dans la liste des créanciers, les «foreign and international holders», autrement dit l'ensemble des créanciers étrangers (banques centrales, fonds souverains, investisseurs privés, etc.), ont acheté de la dette américaine pour quelque USD 560 milliards en 2008 et pour seulement USD 460 milliards cette année. Durant les mois de mars et d'avril derniers, ils ont même été des vendeurs nets d'emprunts d'Etat américains. D'autres catégories de créanciers, comme les caisses de pension, les Etats et les municipalités, ou encore les fonds de placement, semblent également enclines à se défaire des obligations gouvernementales. Cela signifie simplement que les sources de financement courantes de l'Etat américain sont en train de se tarir. Le dernier salut vient de la banque centrale américaine qui, par le biais de son programme d'«assouplissement quantitatif» visant à créer de la monnaie, achète en masse, mois après mois, jusqu'à la moitié des bons du Trésor nouvellement émis.

Ce système durera le temps qu'il durera. *Le schéma de Ponzi* – puisque c'est indubitablement de cela dont il s'agit – fonctionne aussi longtemps que la croissance du surendettement ne suscite aucun soupçon dans le public quant à l'efficience du schéma ou que d'autres facteurs d'influence ne viennent pas perturber de manière fondamentale les flux de trésorerie qui le sous-tendent. Ainsi, le modèle de Madoff s'est effondré uniquement parce que certains créanciers en proie à des difficultés de liquidité se sont vus contraints de reprendre leurs billes.

Un pays désespérément endetté



Source: Réserve fédérale. Flow of Funds Account

Nous sommes d'avis que la combinaison entre les projets hostiles au marché de capitaux ourdis par les autorités fiscales américaines et le besoin impérieux de financement du Trésor pourrait conduire à une telle situation. D'autant que la croissance de la dette serait à elle seule de nature à éveiller ou alimenter des doutes quant à la capacité financière du débiteur. Le graphique ci-dessus met en regard l'évolution à long terme de l'ensemble de la dette américaine, ce qui inclut l'endettement des pouvoirs publics, des ménages et de l'économie, et celle de la productivité. Il en ressort clairement que depuis une trentaine d'années, une croissance additionnelle n'a pu être générée que moyennant un endettement toujours plus grand. Actuellement, il faut près de 4 dollars d'endettement supplémentaire pour 1 dollar de croissance.

Et c'est sans parler de la qualité de la croissance: au cours des 15 dernières années, comme chacun sait, la croissance américaine a de plus en plus reposé sur la consommation et les dépenses publiques, faisant des Etats-Unis un pays extraordinairement pauvre en investissements, où l'on développe de manière très insuffisante le potentiel futur.

6. Les rats quittent le navire

Lorsque deux des investisseurs américains les plus réputés et les plus performants, Warren Buffett et Bill Gross, s'en prennent au même moment – sans langue de bois – à leur monnaie nationale et aux placements dans des emprunts d'Etat américains, cela peut difficilement être le fruit du hasard. Dans un article paru dans le *New York Times* du 18 août dernier, Buffett décrit en effet les besoins de financement actuels du Trésor sur la base d'hypothèses et d'observations semblables à celles de Sprott Asset Management, et dénonce le fait que la banque centrale, en tant que créancière de dernier recours, soit contrainte d'intervenir en faisant marcher la planche à billets à une telle cadence. Buffett écrit textuellement que si l'économie des Etats-Unis semble effectivement être sortie des soins intensifs et avoir pris le chemin de la convalescence, il faudra encore assimiler les doses énormes de remèdes monétaires administrées, et les effets secondaires se feront sentir pendant très longtemps. Ces effets ont été jusqu'ici imperceptibles et pourraient le rester encore un bout de temps, mais ils sont aussi susceptibles de devenir nocifs, comme la crise financière qui les a précédés. Buffett redoute une flambée des taux d'inflation et déconseille dès lors l'achat d'emprunts du Trésor à long terme.

Pour sa part, Bill Gross, de la Pacific Investment Management Co. (Pimco), qui gère le plus gros fonds obligataire au monde, invite les investisseurs à liquider les placements en dollars «avant que les banques centrales et les fonds souverains fassent de même». Il est temps selon lui de mettre à profit le raffermissement de la monnaie américaine afin d'établir une diversification monétaire adéquate. Jim Rogers, spécialiste des matières premières et trublion à ses heures, tient le même discours et en profite pour dévoiler sa nouvelle monnaie de prédilection: le yuan chinois. Une position reprise et étayée de manière beaucoup plus sérieuse par Hossein Askari, professeur à la George Washington University. Dans un article des plus intéressant paru dans l'*Asia Times* du 6 août 2009, Askari plaide de surcroit en faveur d'une monnaie internationale qui «ne devrait financer aucune dette publique (!) ni aucun plan de relance».

Sans vouloir surestimer ou dramatiser les choses, nous sommes néanmoins d'avis que de tels signaux doivent être pris au sérieux. Au même titre que lorsque les rats se mettent à quitter le navire, ces derniers connaissant le bateau et ses points névralgiques souvent mieux que le capitaine ou ses officiers. Le moindre des maux qui attendent selon nous les Etats-Unis et en particulier le Trésor américain, sera une nette augmentation à l'avenir des coûts de financement des dettes émises. Quant à la contribution que les autorités fiscales américaines fourniront à ce renchérissement au travers de la stratégie d'ostracisme à l'égard des étrangers décrite plus haut, elle devrait se traduire par un coût additionnel que nous évaluons à quelque 50 points de base à moyen terme. Et c'est précisément là que réside l'erreur de calcul de l'administration Obama: utiliser la manière forte vis-à-vis des évadés fiscaux générera certes des moyens supplémentaires qui se chiffreront peut-être en milliards, mais le prix à payer sera exorbitant. Car une majoration de taux de 50 points de base sur une dette publique de quelque USD 10'000 milliards représente un surcoût de plus de USD 50 milliards par année. Pour compenser une telle augmentation, il s'agirait de trouver un substrat fiscal additionnel avoisinant les USD 2'000 milliards. On est donc loin du compte...

7. Un marché au demeurant inattrayant

Il faut ajouter à cela que le problème lié à l'accroissement stupéfiant de l'endettement américain ne concerne pas que le Trésor, mais bien l'ensemble de l'économie. Le débiteur insatiable qu'est l'Etat américain prive en effet les entreprises de moyens de financement, phénomène que l'on appelle le «crowding out». La politique d'assouplissement quantitatif de la banque centrale a certes pour but de combattre cet effet, mais dans le même temps, on subventionne à grand coup de milliards des banques en faillite et des industries tout entières comme la construction automobile, ce qui, au final, se traduit évidemment par une distorsion supplémentaire et un préjudice flagrant pour la partie non subventionnée de l'économie.

Cette politique qui nuit globalement aux investissements et aux entreprises est encore rehaussée par les efforts totalement aberrants en vue de durcir la réglementation applicable aux petites entreprises. Ainsi, d'après le *Wall Street Journal*, Washington a préparé une série de lois visant à rendre obligatoire l'établissement de rapports pour les petites entreprises de capital-risque – celles-là même qui avaient fait la prospérité de la Silicon Valley par exemple –, ce qui s'avérera tout simplement insupportable au vu des coûts administratifs impliqués. Derrière ce projet, il y a la crainte que des fonds alternatifs, que l'on souhaiterait – à juste titre ou non – pouvoir mieux contrôler, puissent se glisser sous la robe de ces sociétés de venture capital. En tout état de cause, si Washington impose sa volonté, le glas sonnera pour quantité de PME comptant entre 10 et 20 collaborateurs.

Face à la crise économique actuelle, l'administration Obama se fait donc prendre au même piège que celui dans lequel son idole, Franklin D. Roosevelt, était tombé avec le «new deal», considéré à tort comme un modèle du genre. Pétri de pensée keynésienne, Roosevelt avait foi en la possibilité de relancer l'économie moyennant un interventionnisme étatique approprié, ce qui l'a conduit dans les années 1930 à ôter aux entreprises tout espoir de retrouver leur prospérité au travers de leurs propres activités. Celui qui produisait à trop bas prix se voyait poursuivi en justice, les grands conglomérats profitaient indéniablement d'un régime de faveur, tandis que les droits de propriété étaient de plus en plus remis en question. En définitive, sans l'événement exogène qu'a été la seconde guerre mondiale, Roosevelt aurait compté au nombre des présidents américains les plus inefficaces.

Aux Etats-Unis (et ailleurs aussi), la crise financière a donné un nouvel élan aux forces qui s'opposent au capitalisme et aux marchés de capitaux. Cela n'augure rien de bon pour cette partie du monde, mais facilite quelque peu les adieux pour les investisseurs. Notre Banque s'apprête, par la voix de ses conseillers, à recommander aux investisseurs de *sortir* de tous les *placements directs* dans des titres américains, en raison de l'impôt sur les successions qui menace ainsi que du risque de se voir assimilé d'une manière ou d'une autre à une U.S. person.

Pour ne rien cacher, nous entendons également, au travers de cette action, diminuer sensiblement le risque de la Banque en tant qu'intermédiaire. Pour peu que nous conservions le statut d'intermédiaire qualifié en vertu du nouveau régime plus restrictif, nous aurons d'ici là réduit la part allouée aux titres américains dans une proportion telle que cela nous évitera tout contact avec les autorités peu amènes d'outre-Atlantique. L'investisseur qui, pour des raisons de diversification, ressent la nécessité d'être exposé au dollar, peut le faire au moyen de valeurs non américaines – produits dérivés et fonds de placement étant, d'après le Livre vert, expressément exemptés de l'impôt à la source. Par ailleurs, présumant que nous ne serons pas seuls à opter pour une politique de retrait du marché des capitaux américain, nous partons du principe que l'univers des titres non américains offrant une exposition américaine va encore s'accroître de manière notable. Du coup, peut-être même que monsieur Abdullah de Dubaï y trouvera son bonheur.

Mais rien n'est moins sûr. Car si l'image de la construction tautologique érigée autour du Trésor américain se vérifie, il conviendrait de se montrer extrêmement prudent, en tout cas pour ce qui est des valeurs nominales. De fait, les Treasury bonds et les Treasury bills pourraient s'avérer très nettement surévalués, tout comme le dollar lui-même, ce qui ne jouerait évidemment pas en faveur des autres obligations libellées en USD. Même un engagement dans les actions américaines ne vaut pas vraiment la peine à notre sens. D'après nos estimations, leur valorisation est d'environ 12% supérieure à leur juste valeur à long terme, et ce malgré la dépréciation liée à la crise financière, alors que les actions européennes affichent une sous-évaluation de près de 17%. Qui plus est, ces calculs ne tiennent pas compte des effets liés aux hausses de taux et d'impôts promises à l'avenir.

Nous vivons une époque marquée par un *bouleversement des équilibres* mondiaux. L'Asie monte en puissance, comme le Brésil probablement et l'Australie, qui fera office de troisième larron. L'Europe, de son côté, peut vraisemblablement profiter de la réémergence de ces pays pour se repositionner une nouvelle fois. Quant aux Etats-Unis, ils conservent leur indéniable puissance militaire ainsi que des montagnes de problèmes et de dettes. Les processus de redimensionnement se révèlent potentiellement agressifs, parce qu'ils sont douloureux et qu'il est plus facile de jeter la pierre à des tiers: la Suisse paie aujourd'hui pour le savoir. Rien ne dit toutefois que les choses en resteront là. «Potentiel agressif» et expansion économique s'excluent mutuellement, raison pour laquelle il est désormais conseillé de dire globalement au revoir à l'Amérique. La démarche est douloureuse, les Etats-Unis ayant été pendant un temps l'économie de marché la plus dynamique au monde. Mais pour l'heure, il n'y a qu'un mot d'ordre possible: adieu l'Amérique!

KH, 24.08.2009