

## Conférence Deloitte Luxembourg

## Les implications pratiques du projet « BEPS » de l'OCDE

Le mardi 21 octobre, Deloitte Luxembourg a invité la communauté d'affaires luxembourgeoise à un petit-déjeuner conférence sur les implications pratiques au Luxembourg du projet de l'OCDE appelé BEPS («Base Erosion and Profit Shifting»). Pour rappel, mardi 16 septembre, l'OCDE a publié la première partie de ses recommandations pour «assainir» les pratiques en matière de fiscalité internationale.

Les experts fiscaux de Deloitte, sous la responsabilité du Head of Tax **Raymond Krawczykowski** (cf. portrait), ont analysé et expliqué les conséquences pratiques que peuvent avoir les sept recommandations et rapports qui ont été présentés le 16 septembre et qui englobent les sujets sui-



vants: commerce électronique, pratiques fiscales dommageables, règles en matière de prix de transfert concernant les actifs incorporels, règles sur la documentation à fournir en matière de prix de transfert, l'utilisation d'instruments hybrides en fiscalité internationale, accès aux traités contre la double imposition, et finalement la mise en place d'un instrument multilatéral.

Les spécialistes de Deloitte ont expliqué que d'une façon générale on peut retenir que ces premières recommandations se limitent au niveau des principes sans aucune mesure d'adaptation concrète, probablement parce que sur certains de ces principes aucun consensus final n'a été trouvé.

Comme illustration concrète ils ont cité les discussions sur les exigences de substance économique en matière des régimes de propriété intellectuel-

le («IP Box») où les pays sont toujours divisés quant à l'approche à considérer.

De même en ce qui concerne l'accès aux traités contre la double imposition, il est acquis que des clauses anti-abus devront être prévus, mais la teneur exacte finale de ces clauses fait encore défaut.

Les experts de Deloitte ont également indiqué que dans certaines de ces recommandations des doutes subsistent quant à la compatibilité avec les principes de l'Union Européenne, notamment concernant le marché unique et la liberté d'établissement des entreprises.

Par ailleurs, comme le souligne Raymond Krawczykowski «Il ne faut pas perdre de vue que les principes publiés par l'OCDE restent des recommandations. Il faudra donc suivre de près comment ces règles vont être mises en place dans les différents pays et s'assurer que les mêmes règles s'appliquent à tous. Le Luxembourg devrait rester un choix privilégié pour les multinationales»

Malgré ces incertitudes, il est évident que ces nouvelles règles internationales vont à court ou à moyen terme avoir des répercussions sur la façon

dont surtout les groupes multinationaux sont structurés.

«Comme beaucoup de ces groupes ont leurs «headquarters» européens au Luxembourg, notre pays devra certainement s'adapter en mettant entre autres l'accent sur la substance et l'activité économique qui sont les deux critères de base de toute cette nouvelle réglementation», précise David Bernard, Partner chez Deloitte Luxembourg.

«De nombreux groupes internationaux ont par ailleurs devancé les recommandations de l'OCDE en attirant des ressources additionnelles auprès de leurs sièges au Luxembourg», ajoute David Bernard

Ce concept de substance est d'ailleurs prévu déjà dans le programme gouvernemental de l'actuel gouvernement, et les spécialistes de Deloitte incitent le gouvernement à réagir vite par des mesures appropriées pour que le Luxembourg reste attractif et flexible au niveau international.

Les prochains résultats de l'OCDE sont attendus pour septembre 2015, mais d'ici là des rapports sur les 8 autres mesures seront publiés.

## La BCE et les politiques non conventionnelles

Par Philippe WEBER, responsable des Etudes et de la Stratégie, CPR AM

Lors de sa dernière conférence de presse, M. Draghi a annoncé, aussi explicitement qu'il est possible pour un banquier central, l'accroissement prochain de la taille du bilan de la BCE de quelque 1000 milliards d'euros, vers le niveau du début de 2012 (de mars 2012, a-t-il précisé un peu plus tard). En effet, le conseil des gouverneurs «s'attend», selon son président, à ce que les mesures déjà décidées (prêts à long terme ciblés – TLTRO -, achats d'ABS et d'obligations sécurisées) parviennent, dans les prochains trimestres, à ce résultat.

Si ces mesures ne suffisaient pas, le conseil des gouverneurs serait prêt à mettre en œuvre d'autres mesures non classiques, sans doute donc des achats ferme de titres d'Etat ou d'obligations d'entreprise. Qui plus est, instruction a été donnée aux services compétents de l'Eurosystème de préparer les opérations nécessaires. Comme on voit mal comment les opérations en place pourraient augmenter la taille du bilan des montants évoqués, on peut donc s'attendre à de nouvelles mesures, sans doute au début de l'année, une fois la deuxième vague du «TLTRO» passée et à l'approche des derniers remboursements des prêts à trois ans consentis en 2012.

Quels effets attendre de cette série de mesures? La taille seule ne suffit pas à l'analyse; M. Draghi l'a lui-même rappelé, la composition du bilan est elle aussi importante – ce qui a d'ailleurs conduit la Banque du Japon, citée par M. Draghi, à appeler sa vague d'achats «assouplissement quantitatif et qualitatif». Essayons d'analyser les effets potentiels de chacune des mesures récentes ou possibles.

La baisse des taux, en elle-même, n'a sans doute plus beaucoup d'effets, compte tenu des niveaux déjà atteints: on peut imaginer qu'un taux de refinancement à 0,25% ou à 0,05% ne va pas changer radicalement le comportement des banques ni des emprunteurs; c'est plus comme signal de la résolution de la BCE à faire ce qui est en son pouvoir (et «dans la limite de son mandat», comme elle le répète) que cette baisse peut être utile.

En fait, c'est surtout le guidage prospectif (forward guidance) dont les décisions de taux ont été assorties qui a son utilité: en réaffirmant, en substance, que les taux resteront à leur niveau jusqu'à nouvel ordre, la BCE permet aux rendements obligataires sur des échéances plus longues de baisser ou de rester très bas. Il y a d'autres explications, mais cet engagement a contribué à faire baisser le taux à 10 ans allemand de 1,90% au début de l'année à 0,80% aujourd'hui; dans la même période, le taux à cinq ans est passé de 0,90% à 0,10%, et le taux à 2 ans de 0,20% à -0,05%.

Les refinancements à long terme ciblés (TLTRO) sont une des innovations récentes; la BCE se propose, par ce moyen, de fournir des liquidités à échéance septembre 2018 à un taux fixe désormais fixé à 0,15% en échange de collatéral représentatif de prêts à l'économie réelle (hors finance et logement), pourvu que la banque accroisse son encours de prêts. Les modalités en sont particulièrement avantageuses, notamment à partir de 2015 ou chaque euro prêté donnera droit à 3 euros de refinancement. Cela devrait inciter les banques sinon à prêter du moins à être prêtes à prêter: la demande ne dépend pas d'elles, mais au moins

seront-elles mieux préparées à y répondre. Le premier refinancement de ce type a porté sur 87 milliards, montant sans doute un peu décevant au regard des attentes (la BCE avait évalué à quelque 400 milliards l'encours potentiel d'ici la fin de 2014).

Les achats de créances titrisées (ABS) et d'obligations sécurisées (covered bonds), quant à eux, faciliteront aussi le financement de créances à l'économie; l'encours total est relativement limité, et concentré sur quelques pays, ce qui limitera l'impact des achats sur le bilan. En revanche, le fait même qu'il s'agisse d'achats et non de prêts, accroît leur effet, les liquidités ainsi dégagées étant permanentes (jusqu'à l'échéance du papier).



Cela étant, si la BCE veut réellement accroître la taille de son bilan, elle a besoin d'un gisement considérable. On ne voit guère, désormais, que les obligations d'Etat ou les obligations d'entreprise, deux catégories que la BCE pourrait décider d'acheter et se lancer ainsi dans un «assouplissement quantitatif» comparable à ceux mis en place depuis des années aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et depuis l'an dernier au Japon.

Les obstacles ne manquent pas: les traités interdisent à la BCE le financement monétaire des déficits publics, et l'achat de titres d'Etat pourrait paraître contrevenir à cette règle. Mais de toute façon il s'agirait d'acheter sur le marché secondaire, et non pas primaire, et, en termes de création monétaire, on ne voit guère de différence, sinon formelle, entre le refinancement d'une obligation d'Etat détenue par une banque, ce que la BCE fait depuis sa création, et l'achat d'un titre sur le marché secondaire.

Malgré cela, de très fortes résistances à de tels achats existent, notamment en Allemagne, à la Bundesbank mais aussi dans la presse et l'opinion publique. Cependant, M. Weidmann, le président de la Bundesbank, avait déclaré l'été dernier qu'il serait acceptable d'envisager de telles opérations, si la situation l'exigeait réellement, s'il s'agissait de rétablir les mécanismes de transmission de la politique monétaire et non de financer les Etats – ce serait bien entendu le cas. A la limite, les achats de titres d'Etat pourraient même être jugés plus

acceptables que des achats d'obligations d'entreprise, qui pourraient être jugés plus dangereux en termes de qualité du bilan de la banque centrale, à défaut d'effrayer autant du point de vue de l'orthodoxie monétaire.

Mais au total, à quoi sert d'augmenter la taille du bilan? Aux pires moments de la crise, inonder le marché de liquidités était crucial, pour éviter la paralysie complète. La situation n'est certes toujours pas redevenue normale – le marché monétaire reste très cloisonné et sépare au moins l'Europe «du Nord» de l'Europe «du Sud» - mais les besoins en liquidités sont moindres, comme les remboursements anticipés des prêts à trois ans en témoignent.

Un autre effet de l'accroissement des liquidités mises à disposition des banques, et a fortiori des achats réalisés, est l'impact sur le prix des actifs: les liquidités seront employées, et les titres achetés par la banque centrale seront remplacés par d'autres.

Cette hausse facilitera le financement de l'économie en diminuant le coût du capital pour les investisseurs, et incitera à la consommation ou à l'investissement en accroissant la richesse des agents économiques. Ce dernier effet joue de manière moins marquée en Europe qu'aux Etats-Unis, mais n'est pas forcément négligeable. Il faut aussi mentionner l'impact que ces mesures pourraient avoir sur les anticipations d'inflation, ne serait-ce que par la détermination dont elles témoigneraient de la part de la BCE. Mais le principal impact vient sans doute du change: en effet, on

constate, depuis 2008, une excellente corrélation entre d'une part le rapport entre taille du bilan de la Réserve fédérale et taille du bilan de la BCE, d'autre part le taux de change bilatéral entre euro et dollar.

La Réserve fédérale arrête les achats de titres, la BCE devrait les commencer, l'euro devrait baisser. Un repli de la monnaie commune favoriserait les exportations, freinerait une partie des importations et renchérirait celles qui ne sont pas substituables. L'inflation ainsi importée n'est pas de la «vraie» inflation en ce sens qu'elle est une ponction sur le pouvoir d'achat au profit du reste du monde, mais elle pourrait modifier les anticipations, que le niveau actuel très bas de l'inflation constatée a tirées vers le bas.

La BCE, on le voit, fait feu de tout bois; elle n'a pas encore, il est vrai, décidé de se lancer dans les achats de titres d'Etat, et attendra selon toute vraisemblance de voir les résultats de la deuxième vague de «TLTRO», qui seront connus à la mi-décembre. Mais ensuite, on voit mal, sans cela, comment elle pourrait accroître son bilan de 1000 milliards d'euros, dans un contexte où les statistiques de croissance et les anticipations d'inflation n'ont qu'une faible probabilité de s'améliorer nettement – même si elles devraient arrêter de se dégrader.

C'est pourquoi il nous semble que, dès le mois de janvier, on pourrait voir la banque centrale franchir le pas, malgré les réticences manifestes de certains pays.

Deloitte.

REGULATORY  
COMPLIANCE  
SENTINEL

Dates prévisionnelles d'application	Nouvelles publications Octobre 2014
Mi-2015	<b>Rapport final de l'ESMA sur la compensation centrale des swaps de taux d'intérêt (IRS)</b> Le rapport définit les types d'IRS pour lesquels la compensation centrale est requise, le type de contreparties visées par cette obligation et les dates auxquelles la compensation centrale leur sera applicable.
1 <sup>er</sup> octobre 2015	<b>Acte délégué sur l'exigence de couverture des besoins de liquidité (LCR) pour les établissements de crédit</b> La Commission européenne a élargi la liste des actifs éligibles pour le calcul du LCR et les a classés en trois catégories : 1 « liquidité extrêmement élevée et qualité du crédit », 2A et 2B « liquidité élevée et qualité du crédit ». Les sorties de liquidités nettes sont définies avec précision, avec des entrées étant totalement ou partiellement exemptées du plafond.
En vigueur	<b>Mécanisme de supervision unique : Résultats de l'évaluation globale</b> Les résultats confirment que les actifs des six institutions luxembourgeoises incluses dans le champ d'application sont évalués de manière appropriée. Elles présentent également une résistance suffisante aux deux scénarios du test.
2016	<b>Directive sur la coopération administrative approuvée</b> La Directive introduit des normes communes de reporting entre Etats membres de l'Union européenne et étend le champ d'application de l'échange d'information entre leurs administrations fiscales.

Tous les textes originaux sont disponibles en intégralité sur [www.deloitte.com/lu/regulatory-news](http://www.deloitte.com/lu/regulatory-news) ou en scannant ce QR code :

